



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
Main Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2011

Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit: Rechtliche Risiken des investigativen Journalismus und der Berichterstattung über börsennotierte Unternehmen

Edited by: Schröder, Christian ; Sethe, Rolf

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-47926>
Edited Scientific Work

Originally published at:

Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit: Rechtliche Risiken des investigativen Journalismus und der Berichterstattung über börsennotierte Unternehmen. Edited by: Schröder, Christian; Sethe, Rolf (2011). Baden-Baden, Germany: Nomos.

Studien zum
Bank- und Kapitalmarktrecht

13

Christian Schröder/Rolf Sethe (Hrsg.)

Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit

Rechtliche Risiken des investigativen Journalismus und
der Berichterstattung über börsennotierte Unternehmen



Nomos

Studien zum
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Rolf Sethe, Universität Zürich

Prof. Dr. Christian Schröder, Universität Halle-Wittenberg

Band 13

Christian Schröder/Rolf Sethe (Hrsg.)

Kapitalmarktrecht und Pressefreiheit

Rechtliche Risiken des investigativen Journalismus und
der Berichterstattung über börsennotierte Unternehmen



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-8329-4247-8

1. Auflage 2011

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2011. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der photomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Mit dem vorliegenden Buch möchten wir die von uns herausgegebenen Studien zum Bank- und Kapitalmarktrecht erstmals um einen Tagungsband erweitern.

Dieser Band geht auf ein Symposium zurück, das wir gemeinsam mit Prof. *Dr. Michael Germann* im Juni 2008 an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg veranstaltet haben. Ziel des Symposiums war es, bis dahin wissenschaftlich kaum diskutierte Fragen der Verzahnung des Kapitalmarktrechts mit der Meinungs- und Pressefreiheit zu thematisieren. Der Reiz dieser Veranstaltung bestand darin, diese Verzahnung aus öffentlich-rechtlicher, strafrechtlicher und zivilrechtlicher Sicht zu beleuchten. Um den notwendigen Praxisbezug sicherzustellen, haben wir mit *Renate Daum* und Prof. *Dr. Joachim Jahn* zwei bekannte Journalisten eingeladen, die praktisch auf den Gebieten der Börsenberichterstattung (*Daum*) und Wirtschaftsberichterstattung (*Jahn*) tätig sind. Diese Gastvorträge haben das Symposium entscheidend bereichert. Aus alledem entstand die Idee, die verschiedenen Referate und Lösungsansätze in einem Buch zu veröffentlichen, das Sie nun in Ihren Händen halten.

Die Beiträge aus der Praxis (*Daum* und *Jahn*) haben wir an den Anfang des Buches gestellt, um deutlich zu machen, dass wir es nicht nur mit interessanten Rechtsfragen zu tun haben. Unser Thema hat vielmehr eine gesamtgesellschaftliche Bedeutung, weil wir der Auffassung sind, dass das Insiderrecht nicht die Folge haben darf, dass mutige und selbstbewusste Recherche und Berichterstattung durch Journalisten behindert werden.

Zu den rechtlichen Einzelfragen haben sich durchaus unterschiedliche Sichtweisen ergeben. In diesem Sinne spiegelt dieser Band das, was Meinungsfreiheit ausmacht: eine Pluralität der Ansichten.

Wir haben den Band noch um zwei Gastbeiträge erweitert. Die wissenschaftlichen Mitarbeiter *Marcus Bergmann* und *Christoph Löffler* wenden sich einer strittigen Einzelfrage zu, während der koreanische Doktorand *Chulhee Yim* einen kapitalmarktstrafrechtlichen Fall mit presserechtlichen Bezügen aus Korea schildert.

Unser besonderer Dank gilt Frau *Renate Daum* und Herrn Prof. *Dr. Joachim Jahn*. Beide haben durch ihre anschaulichen Vorträge zum Gelingen des Sympo-

siums beigetragen. Sie haben einmal mehr verdeutlicht, dass man Rechtsfragen immer mit Blick auf die Praxis würdigen sollte. Wir stehen auch in ihrer Schuld, weil sie trotz ihrer hohen Belastung die Manuskripte rechtzeitig abgegeben haben, während sich die Fertigstellung anderer Manuskripte verzögert hat. Eine umfassende Aktualisierung war nicht mehr möglich. Wir möchten aber insbesondere auf die kürzlich erschienene Dissertation von *Carolin Flaig*, „Wirtschaftsjournalismus und Markt – Notwendigkeit und Ansätze einer Regulierung“, Berlin 2009, gesondert hinweisen.

Schließlich möchten wir allen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern danken, die daran mitgewirkt haben, dass dieser Band erscheinen kann.

Die Herausgeber:
Christian Schröder, Halle/Berlin
Rolf Sethe, Zürich

Inhaltsverzeichnis

Phantompartnern in Asien auf der Spur	9
<i>(Renate Daum)</i>	
Entwertung der Medien durch das Kapitalmarktstrafrecht	31
<i>(Joachim Jahn)</i>	
Pressefreiheit und Unternehmensberichterstattung	42
<i>(Michael Germann)</i>	
Journalistische Unternehmensberichterstattung und Strafrecht	75
<i>(Christian Schröder)</i>	
Befugte Mitteilung von Insiderinformationen in Presseerzeugnissen	95
<i>(Marcus Bergmann/Christoph Löffler)</i>	
Wirtschaftsjournalistin als Tatmittlerin der Preismanipulation?	111
<i>(Chulhee Yim)</i>	
Anhang I - Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung	161
Anhang II – Autorenverzeichnis	171

Phantompartnern in Asien auf der Spur

Eine Journalistin sucht nach Umsätzen bei ComRoad und entdeckt den größten Bilanzschwindel am Neuen Markt

Renate Daum

Am 10. April 2002 lief eine Nachricht über den Ticker, die vielen die Sprache verschlug. Wirtschaftsprüfer hatten herausgefunden, dass beim Telematikunternehmen ComRoad aus Unterschleißheim bei München nur 1,4 Prozent der ausgewiesenen Umsätze für das Jahr 2001 echt waren. Statt 93,6 Millionen Euro ließen sich nur 1,3 Millionen Euro nachweisen. Der Rest war schlichtweg erfunden. Sogar ich war vom Ausmaß dieses Bilanzschwindels verblüfft. Fast ein Jahr zuvor hatte ich in Artikeln zwar schon nach umfangreichen Recherchen die Höhe der Erlöse angezweifelt. Aber selbst ich hätte nicht für möglich gehalten, dass fast alles nur heiße Luft war. Es war der dreisteste Bilanzskandal am Neuen Markt.

ComRoad schien eine wirkliche Erfolgstory der New Economy zu sein. Die Aktie gehörte damals dem Auswahlindex Nemax 50 an, der die 50 größten Unternehmen dieses Börsensegments für Wachstumsunternehmen umfasste. Einige Medien hatten die Aktie geradezu aggressiv empfohlen. Die vermeintlich unendlich steigenden Aktienkurse mit Chancen auf exorbitante Spekulationsgewinne lösten selbst bei vielen sonst völlig vernünftigen Menschen einen Rausch aus. Für rationale Überlegungen waren sie nicht mehr zugänglich. Es herrschte Goldgräberstimmung. Aktionäre hatten mich daher sogar beschimpft, als ich die ersten kritischen Artikel veröffentlichte.

ComRoad verkaufte Bordcomputer und Telematikzentralen, das waren High-Tech-Navigationsgeräte für Fahrzeuge und die zugehörigen Computerserver – an „Partnerunternehmen“ auf der ganzen Welt. Die Abnehmer vertrieben sie an Endkunden wie Speditionen oder Betreiber von ganzen Fahrzeugflotten. Über Satellit und Mobilfunk ließen sich alle möglichen Informationen von und zu den Fahrzeugen übertragen, etwa Wegbeschreibungen oder neue Fahrtaufträge. ComRoad erzielte Erlöse durch den Verkauf der Geräte und durch Lizenzgebühren für die Nutzung.

Erste Zweifel: Dunkle Flecken im Emissionsprospekt

Als ComRoad Mitte November 1999 den Börsengang ankündigte, waren Navigationsgeräte noch kaum verbreitet. Ich arbeitete damals für die Süddeutsche Zeitung und sollte das Unternehmen im Finanzteil vorstellen. Die Aktieneuphorie näherte sich ihrem Höhepunkt, und Finanzseiten waren voll mit Porträts der Börsenaspiranten. ComRoad stand nach eigener Darstellung am Anfang einer sensationellen Wachstumsstory. Der „international führende Verkehrstelematik-Spezialist“ plante jedes Jahr gegenüber dem Vorjahr eine Vervielfachung von Umsatz und Gewinn. Im Jahr 1998 hatte ComRoad nur 4,6 Millionen DM Umsatz gemacht. 1999 sollten die Erlöse schon bei 18 Millionen DM stehen und für das Jahr 2002 wurde eine gar eine Viertel Milliarde DM prospektiert.

Solch aggressive Prognosen fielen selbst in der damals überoptimistischen Atmosphäre aus dem Rahmen. Das machte mich stutzig. Ich rief bei Skynet in Großbritannien an, einem Partnerunternehmen, das ComRoad in den Unterlagen genannt hatte. „Wir haben eine sehr enge Beziehung zu ComRoad“, erfuhr ich aus London. Jahre später fand ich heraus, dass ich ausgerechnet an eine der wenigen Firmen geraten war, mit der ComRoad zu dieser Zeit tatsächlich Geschäfte machte.

Im Verkaufsprospekt, den jeder Börsenneuling veröffentlichen muss, stieß ich allerdings auf einige merkwürdige Dinge. Die genannten Summen der Löhne und Gehälter für die „durchweg hochqualifizierten Mitarbeiter“ waren sehr niedrig. Im Aufsichtsrat saßen die Ehefrau des Firmengründers und Vorstands Bodo Schnabel, der Steuerberater und der Emissionsberater. Niemand in dem Kontrollgremium war damit unabhängig vom Unternehmen. Das ist nicht gerade selten in Deutschland, trotzdem ist es ein Warnzeichen.

Auch die Geschichte mit Information Storage stieß mir auf. Dieses Computerunternehmen war 1998 mit ComRoad verschmolzen worden. Es hatte also aufgehört, als selbständiges Unternehmen zu existieren. Seine Umsätze, Gewinne oder Verluste wurden der ComRoad AG zugeschlagen. Information Storage hatte mit Unix-Computerspeichern zu tun, nichts mit Telematik. Bei der Aufgliederung der Umsätze im Emissionsprospekt fand ich aber keine Kategorie, in die die Erlöse von Information Storage passten.

Firmenchef Schnabel erläuterte mir schließlich, dass die Umsatzerlöse von Information Storage in Höhe von etwa einer Million DM einfach auf die Telematikumsätze verteilt worden seien. Ein Teil davon tauchte sogar unter der Umsatzrubrik „Fahrzeugendgeräte“ auf und machte dort immerhin fast ein Fünftel des

Volumens aus. ComRoad hatte demnach weit weniger Geschäfte mit der Telematik gemacht, als es die Zahlen im Emissionsprospekt suggerierten. Mir gefiel es nicht, dass die Anleger nirgendwo darauf hingewiesen wurden.

Darüber hinaus war im Prospekt von einer gescheiterten Privatplatzierung, also einem Aktienverkauf vor einem Börsengang, die Rede. Die Privatanleger mussten im Vergleich zu den Altaktionären den fünffachen Preis bezahlen und wurden im Endeffekt überhaupt nicht Anteilseigner, weil ComRoad formale Vorschriften nicht eingehalten hatte. Davon erfuhren die Privatanleger aber erst viel später. Sie hatten somit dem Unternehmen Geld gegeben und das Risiko getragen, ohne Aktionäre zu werden.

Ich hatte das Gefühl, dass hier ein potenzieller Skandal-Laden an die Börse drängte, denn wer einmal Investoren über den Tisch gezogen hat, tut dies häufig wieder, wenn sich die Gelegenheit dazu bietet. Ende November 1999 berichtete ich in der Süddeutschen Zeitung über all die Punkte, die mir als merkwürdig und widersprüchlich aufgefallen waren. Für den Artikel hatte ich den Verkaufsprospekt und die veröffentlichten Unterlagen genau studiert und einige Personen zu Themen befragt, die darin behandelt wurden. Insiderinformationen enthielt er damit aus meiner Sicht nicht.

Der Artikel dämpfte die Euphorie für den Neuling kaum, brachte aber mir Kritik ein. Ein anderer Börsenjournalist bezeichnete einen Kollegen und mich als „Redakteure mit Profilierungssucht“. Wörtlich hieß es bei ihm: „Zwar ist gerade am Neuen Markt eine kritische Berichterstattung unbedingt notwendig, dennoch darf dies nicht auf Kosten der Objektivität gehen.“

Zunächst schien es tatsächlich so, als hätte ich mich geirrt. Die Unterschleißheimer hoben ihre ohnehin ambitionierten Wachstumsziele mehrfach an, um sie danach Quartal für Quartal sogar noch zu übertreffen. Die Aktie entwickelte sich zu einem der begehrtesten Papiere. Der Kurs stieg weiter unaufhaltsam nach oben – bis auf 65 Euro für eine Aktie.

Wachsendes Unbehagen: Ich stoße auf Widersprüche im Asiengeschäft

Im April 2000 wechselte ich von der Süddeutschen Zeitung zum wöchentlich erscheinenden Anlegermagazin Börse Online. Dort übernahm ich die Berichterstattung über Asien. ComRoad beobachtete ich einige Monate lang nur noch am Rande. Irgendwie erschienen mir die von Quartal zu Quartal veröffentlichten

Erfolgszahlen aber zu regelmäßig. Jedes Mal wurden die Prognosen ein wenig übertroffen.

Umsätze und Gewinne schossen nach oben, dennoch bereiteten mir die Zahlen Unbehagen. Denn der Cash Flow war stets negativ. Das heißt, es kam weniger Geld herein als aus dem Unternehmen abfloss. Hält ein solcher Zustand auf Dauer an, gerät ein Unternehmen in eine Liquiditätskrise. Der Cash Flow lässt sich durch Bilanzierungstricks schlechter beeinflussen als Umsätze und Gewinne. Liquide Mittel kann man aber nicht so leicht herbeizaubern, und auch Bodo Schnabel konnte kein Geld drucken.

In den Quartalsberichten fiel mir noch etwas anderes auf. Mal waren in den Bilanzen sehr hohe Forderungen abzulesen, mal waren die Anzahlungen enorm hoch. Im ersten Quartal 2001 wies ComRoad zum Beispiel Forderungen in Höhe von 13,6 Millionen Euro und Anzahlungen über 6,1 Millionen Euro aus. Diese Summe überstieg den Quartalsumsatz von 14,3 Millionen Euro bei weitem. Stets befanden sich damit Millionenbeträge irgendwo auf der Welt, nur nicht auf den Konten von ComRoad. Bodo Schnabel begründete das mit dem „schnellen Wachstum“. Das war an sich eine plausible Erklärung, vor allem für den negativen Cash Flow. Ich verstand aber immer noch nicht, warum die Firma so extrem hohe Anzahlungen leisten musste. Sie saß schließlich nach wie vor auf einem sehr komfortablen Geldpolster, so dass sich Lieferanten eigentlich keine Sorgen um ihre Bezahlung zu machen brauchten.

Ich begann, alles über ComRoad und die Telematikbranche zu sammeln, was mir in die Finger kam. Dabei fiel mir auf, dass die meisten Unternehmen dieser Branche mit Verlusten kämpften und weit niedrigere Wachstumsraten auswiesen als erwartet. Die Kunden hielten sich mit Bestellungen zurück. Nur bei ComRoad war alles anders.

Auf Telematik-Fachkongressen und in der Automobil-Fachpresse musste Bodo Schnabel daher eigentlich ein gefeierter Redner oder ein gefragter Interviewpartner sein, dachte ich. Das war aber ganz und gar nicht der Fall. ComRoad tauchte manchmal am Rande, meist aber überhaupt nicht auf. Nur in den Wirtschafts- und Finanzseiten einiger Tageszeitungen, in Anlegermagazinen und in Börsenbriefen waren die „Erfolge“ von ComRoad regelmäßig Thema. Entdeckten die Fachjournalisten der Fahrzeugbranche das Juwel ihrer Branche nicht? Wohl kaum.

Mein ungutes Gefühl wuchs. Manchen Kollegen ging es wie mir. Einige veröffentlichten erste Zweifel. Der Journalist Gerd Rückel vom Börsenbrief Platow Brief etwa vermutete in einer Ausgabe im April 2001, der britische ComRoad-

Partner „Skynet“, mit dem ich bereits 1999 telefoniert hatte, nehme „Einheiten bewusst ohne die Chance auf einen Weiterverkauf“ ab. Um ein „Ausbluten“ des Partners zu verhindern, habe sich ComRoad finanziell an dem Unternehmen beteiligt. Sollte dieser Vorwurf zutreffen, hätte ComRoad seine eigenen Umsätze finanziert. Schnabel wehrte sich heftig. „Die Anschuldigungen haben sich in Luft aufgelöst, weil sie nicht beweisbar waren“, sagte er wenig später auf der Hauptversammlung für das Jahr 2000 Ende Mai 2001. Beweisbar waren sie tatsächlich nicht. Noch nicht.

Ich plante im Mai 2001 eine Reise zu zwei Konferenzen in Schanghai und Hongkong. Die Gelegenheit wollte ich nutzen, um herauszufinden, wie das Asien-geschäft von ComRoad lief und ob sich das Unternehmen an GTS, dem Partnerunternehmen in Hongkong, ebenfalls beteiligt hatte wie bei „Skynet“ in Großbritannien. Bodo Schnabel höchstpersönlich teilte mir die Telefonnummer seines Asienchefs in Hongkong mit. Ich könne nicht ins Büro kommen, sagte der ComRoad-Mann, als ich ihn nach der Ankunft anrief: „Wir haben in Hongkong nur ein virtuelles Büro.“ Er meinte einen Briefkasten. „Das wirkliche Büro ist in Shenzhen.“ Das ist die Nachbarstadt in der Volksrepublik China. Auch dort sei gerade niemand, ergänzte er: Alle drei Mitarbeiter seien gerade zu einer Messe nach Schanghai geflogen.

Also trafen wir uns in meinem Hotel. Er schilderte mir die Geschäfte in der Region. In Hongkong und in Malaysia waren Telematikzentralen bei Partnern installiert, also Computerserver, über die Fahrzeuge mit Informationen versorgt werden konnten. In China gab es noch keine Endkunden. Referenzkunden? Geheim! Kurz darauf fand ich heraus, dass sogar der Briefkasten von ComRoad bei einem Büroservice-Anbieter in einem der feinsten Wolkenkratzer Hongkongs zum 30. April 2001 gekündigt worden war.

Mein Misstrauen legte sich etwas, als ich den Chef des Hongkonger Partnerunternehmens GTS von ComRoad besuchte, das für die Vermarktung und die Betreuung der Endkunden zuständig war. Der Markt sei schwierig, die Umsätze gering, berichtete der Geschäftsmann. Seine Angaben deckten sich mit dem, was auch der ComRoad-Asienchef erzählt hatte. Als Referenzkunden nannte er zwei Speditionen, deren Namen ich in den Gelben Seiten fand. Diese Angaben schienen zu stimmen.

Danach suchte ich im Hongkonger Handelsregister nach den Gesellschaftern von GTS. Es waren vier Firmen, darunter eine Essential Management mit 25 Prozent Anteil. Hinter ihr steckte Bodo Schnabel. Er war gleichzeitig auch „Director“ von GTS, ebenso wie sein Asienchef. Das Partnerunternehmen konnte

also letztlich von ComRoad beeinflusst werden. Damit war es möglich, dass GTS von ComRoad Endgeräte ohne Chance auf Weiterverkauf abnehmen musste.

Ich vermutete, dass es ähnliche Konstruktionen auch bei anderen ComRoad-Partnerunternehmen gab. Das hieß, dass die Unterschleißheimer wohl in großem Stil für Umsätze sorgten. Damit ließ sich das hohe Erlöswachstum erklären. Dies warf aber eine weitere Frage auf: Wenn ComRoad die eigenen Umsätze finanzierte, musste das Unternehmen viele Bordcomputer produzieren lassen und auch bezahlen, ohne dass entsprechende Mittel durch Verkäufe ins Unternehmen zurückflossen. Hohen Ausgaben standen damit kaum Einnahmen gegenüber. Aus den Quartalsberichten ergab sich tatsächlich ein negativer Cash Flow. Selbstfinanzierte Umsätze in großem Stil ließen sich damit aber nicht erklären. Aber wie dann? Mit vielen Fragen flog ich zurück nach Deutschland.

Das große Problem: Wie weise ich nach, dass es etwas nicht gibt?

Nach meiner Rückkehr im Mai 2001 nahm ich mir den Geschäftsbericht für das Jahr 2000 vor, der gerade erschienen war. Mich traf der Schlag: ComRoad wollte fast die Hälfte seiner Erlöse in Asien erzielt haben! Das entsprach einem Vielfachen von dem, was sich aus der Schilderung des Asienchefs ergab.

Wenige Tage später besuchte ich die Hauptversammlung. Bodo Schnabel schwärmte vom tollen Geschäft in der Region: „Asien ist sehr stark gewachsen. Wir hatten also sehr gute Partner.“ Er präsentierte eine Weltkarte, auf der Telematikzentralen in 30 Ländern eingezeichnet waren. In Asien gab es, so schilderte es Schnabel, acht Partner, die jeweils eine Telematikzentrale betrieben. Ich hatte aber vor Ort nur von zweien erfahren: eine in Hongkong und eine in Malaysia. Das passte alles nicht zusammen, dachte ich, umringt von Aktionären, die zu meist des Lobes voll waren über das tolle Unternehmen. Über die Medien, die den Aktienkurs „niedergeschrieben“ hatten, fanden sie nur unfreundliche Worte.

In der Redaktion fand ich eine Studie von Bankanalysten über ComRoad. Sie enthielt eine Liste mit den Namen und Ländern der Partnerunternehmen, die nach Angaben von ComRoad erstellt worden war. Australien und Neuseeland waren dabei Asien zugeschlagen. Demnach gab es in Asien Global Telematic Service (GTS) in Hongkong, Shenming in China, Likom in Malaysia/Hongkong, Globalwatch in Thailand/Malaysia, China Telematics in China, Fleetwood in

Australien, T-Asia auf den Philippinen und Guardian in Neuseeland/Australien. Schnabel bestätigte mir, dass das korrekt war.

Warum hatte der Asienchef nur zwei Firmen erwähnt? GTS war ganz klein, der Partner in Malaysia war noch sehr neu. Die beiden konnten niemals für fast die Hälfte der ComRoad-Umsätze verantwortlich sein. Warum also hatte der Asien-Mann in der Region die anderen sechs mit keinem Wort erwähnt? Ich konfrontierte Schnabel mit dieser Frage. Die Asien-Tochter sei „nur für neue Kunden in China zuständig“, schrieb er. Der Asienchef könne nur über das Neukundengeschäft in China Auskunft geben. Es erschien mir wenig plausibel, dass der Asienchef keine Ahnung vom Asiengeschäft haben sollte, selbst wenn er nur für ein einziges Land zuständig war.

Hier konnte etwas nicht stimmen. Ich machte mich auf die Suche nach allen Asienpartnern.

Dafür durchforstete ich alle Pressemitteilungen, Werbebroschüren, Geschäftsberichte von ComRoad. Daraus ergab sich, dass GTS aus Hongkong seit 1999 dazu gehörte und alle anderen Asienpartner erst ab Sommer 2000. Das bestätigte mir auch die Pressestelle von ComRoad.

Nun versuchte ich, diese Informationen aus unabhängigen Quellen zu verifizieren, etwa durch Presseberichte. Das gelang aber nur bei GTS aus Hongkong und bei Globalwatch aus Malaysia. Im Internet fand ich Artikel über eine Pressekonferenz im Mai 2001 mit dem Globalwatch-Chef. Darin hieß es: „Globalwatch hat eine exklusive Lizenz von ComRoad für Malaysia gesichert.“ Merkwürdig: Für Malaysia und Hongkong gab es laut Schnabel-Liste aus der Bankanalysten-Studie noch einen zweiten Partner, die Firma „Likom“. Was machte die wohl, wenn GTS und Globalwatch Exklusiv-Lizenzen hatten?

Über die anderen sechs Unternehmen fand ich nichts. Die Suche gestaltete sich mühsam, denn außer dem Firmenamen und dem jeweiligen Land, in dem die Firmen ihren Sitz hatten, gab Schnabel nichts preis, auch nicht den Namen der Städte, geschweige denn eine genaue Adresse: „Die mit den Kunden abgeschlossenen Verträge und Vereinbarungen unterliegen der Vertraulichkeit.“ Wie sollten Endkunden aber die Partner finden, wenn die Anschriften geheim waren? Als ich diese Frage Bodo Schnabel stellte, brach er den Kontakt zu mir ab.

Ein Kollege und ich versuchten daher, die Asienumsätze für das Jahr 2000 mit den vorhandenen Informationen nachzuvollziehen. Wir fütterten eine Excel-Tabelle mit allen Angaben aus unterschiedlichen Quellen über das ComRoad-Geschäft mit den Bordcomputern beziehungsweise Endgeräten. Ziel dieser Aufstellung war es, eine Art Obergrenze für das Umsatzvolumen zu finden, das

ComRoad maximal gemacht haben konnte. Diese Zahlen wollten wir dann mit den Zahlen aus dem Geschäftsbericht vergleichen.

Auf der Hauptversammlung und gegenüber Analysten hatte Bodo Schnabel erklärt, wie lange es dauerte, bis ein Partner nach Vertragsabschluss auf Kundensuche gehen konnte und wie viele Testgeräte er bis dahin gewöhnlich abnahm. Im ersten Jahr einer Partnerschaft lieferte ComRoad nach eigener Aussage in der Regel 100 Bordcomputer und den Computerserver, also die Telematikzentrale. Die Preise für die Geräte waren aus offiziellen Preislisten bekannt. Außerdem bekam ComRoad zehn Prozent des Bruttogewinns der Partner als Lizenzeinnahmen. Von der Höhe der Lizenzgebühren hatte ich durch mein Gespräch mit dem GTS-Chef und den Presseberichten über Globalwatch eine klare Vorstellung. Die Gesamtumsätze addierten sich daher aus den Umsätzen mit den Telematikzentralen, der Anzahl der verkauften Bordcomputer und den Lizenzeinnahmen.

Die Umsätze von GTS kannten wir von meinem Besuch in Hongkong, bei „Globalwatch“ ließ sich eine Umsatzhöchstgrenze auf Basis der Medienberichte schätzen. Bei den anderen sechs Partnern nahmen wir an, dass es sie gab und dass sie seit Sommer 2000 „Partner“ waren.

Wir wählten stets die für ComRoad günstigsten Annahmen, etwa den vorteilhaftesten Wechselkurs im gesamten Jahr.

Selbst wenn wir unrealistisch optimistische Annahmen zu Grunde legten, wie etwa, dass die Partner keine Kosten hatten, kamen wir auf Umsatzerlöse von höchstens 8,8 Millionen Euro für ComRoad. Das war weniger als die Hälfte der im Geschäftsbericht ausgewiesenen Asien-Erlöse. Dort standen 38 Millionen DM bzw. 19 Millionen Euro. Da auf Asien fast die Hälfte des gesamten Geschäfts entfiel, musste das gesamte Umsatzvolumen – unter der Annahme, dass wenigstens die Umsatzzahlen aus den anderen Regionen stimmten – um mindestens ein Viertel zu hoch ausgewiesen worden sein.

Als wir Schnabel damit konfrontierten, konterte er, die „Pilot-Installationen“, die im Normalfall mit 100 Bordcomputern angesetzt waren, könnten sich auch zu mehreren Tausenden addieren. Das erschien uns völlig unrealistisch, denn kein Unternehmen der Welt würde mehrere Tausend Testgeräte abnehmen und bezahlen, bevor es mit der Vermarktung beginnen kann.

Unsere Rechnung veröffentlichten wir am 13. Juni 2001 in Börse Online unter der Überschrift „Asien-Umsätze im Dunkeln verborgen“. Für den Artikel hatten wir aus meiner Sicht keine Insider-Informationen verwendet, deren Weiterverbreitung insiderrechtliche Folgen hätte haben können. Dabei berufe ich mich auf die „Mosaik-Theorie“, die in den USA vertreten wird, etwa durch die Analysten-

vereinigung AIMR (heute CFA Institute). Demnach können Analysten aus einer Kombination von öffentlich verfügbaren Informationen mit nicht materiellen, nicht öffentlichen Informationen unter Umständen Schlussfolgerungen ziehen, die in ihrer Marktwirkung einer Insiderinformation gleichkommen können.

Genau das hatten wir getan. Ich hatte in Asien und in meinen Anfragen an das Unternehmen Informationen bekommen, die jeweils nicht-materiell für eine zu erwartende Marktwirkung waren. In der Kombination und als Bestandteil unserer Umsatzschätzung entfalteten sie jedoch sehr wohl eine Marktwirkung.

Die Kenntnis des Artikels und der Zeitpunkt seiner Veröffentlichung stellten aber zweifellos eine Insiderinformation dar. Im Vorfeld weihten wir so wenige Kollegen wie möglich in der Redaktion ein, denn es war klar, dass bei Erscheinen des Artikels mit einer Kursreaktion bei der Aktie zu rechnen war. Bei Börse Online gab es damals allerdings schon längst einen Verhaltenskodex, der es den Mitarbeitern untersagte, aus dem Wissen um eine geplante Veröffentlichung und deren Inhalt Profit zu schlagen. Das musste und muss jeder bei der Einstellung unterschreiben. Routinemäßig werden auch die Entwicklung der Aktienkurse und die Handelsvolumina beobachtet, um mögliche Auffälligkeiten – und somit Verstöße gegen den Verhaltenskodex – zu entdecken.

Am Erscheinungstag des Artikels gab die Aktie nach. Bodo Schnabel schrieb seinen Aktionären einen Brief, den er per E-Mail noch am selben Tag übermitteln ließ. Darin teilte er mit, „dass bei dem kurzen Ausflug von Frau Daum nach Hongkong die Recherche zu kurz gekommen ist. Wie früher wollte sie nur einen kurzen Sensationsartikel schreiben.“

Meine Berechnungen seien allein deshalb falsch, weil die Partnerschaft mit „Shenming“ aus China schon seit August 1998 und mit „T-Asia“ aus den Philippinen seit Oktober 1999 bestand und nicht erst seit Sommer 2000, kontierte Bodo Schnabel. Ich war sauer auf den Pressesprecher von ComRoad, denn ich war die Reihenfolge, wann wer Partner geworden war, vorher mit ihm durchgegangen und er hatte meine Angaben bestätigt. Nun entschuldigte er sich bei mir: „Das habe ich auch nicht gewusst.“

„Shenming“ und „T-Asia“ mussten sehr bedeutende „Partner“ sein, wenn sie die von mir errechnete Umsatzlücke – immerhin die Hälfte der gesamten Asienumsätze - füllen sollten. Ich konnte mir nicht vorstellen, dass ausgerechnet der Telematikmarkt in China und auf den Philippinen so „heiß“ sein sollte.

Der Streit eskaliert: Ich lande wegen der „Phantompartner“ vor Gericht

Warum hatte mir Bodo Schnabel zudem im November 1999 auf meine Frage nach dem Asiangeschäft nichts von „T-Asia“ oder „Shenming“ erzählt? Vor einem Börsengang stellen sich Unternehmen so positiv wie möglich dar. Da ComRoad nach dem letzten Vorfall nicht mehr antworten wollte, musste ich „T-Asia“ und „Shenming“ selbst fragen. Ich wollte aber nicht nur sie, sondern alle Asienpartner kontaktieren, mit denen ich noch nicht gesprochen hatte.

Die Suche nach den sechs Partnern, von denen ich nur den Namen und das jeweilige Land wusste, glich der Jagd nach einer Stecknadel im Heuhaufen. So kannte ich zum Beispiel die chinesischen Schriftzeichen von „Shenming“ nicht, und es gab Dutzende von Kombinationen, dieses Wort zu schreiben. Der Name des zweiten China-Partners, „China Telematics“, ließ sich zwar wörtlich übersetzen. Aber der chinesische Name kann von der englischen Version abweichen. Weder Branchenvertreter noch die Handelsvertretungen Chinas in Deutschland und Handelsvertretungen Deutschlands in China konnten mir ohne die korrekten Schriftzeichen weiterhelfen. Ich bat chinesische Journalisten um Hilfe. Aber auch sie fanden weder eine Firma „Shenming“ noch „China Telematics“.

Schließlich rief ich den Asienchef an. Er wurde unruhig, als ich ihn nach den beiden Partnern in China fragte. Er wisse nichts darüber, und im Übrigen müsse er das Telefonat jetzt abbrechen. Der Mann, der „für Neukunden in China zuständig“ war, sollte keine Ahnung von den Geschäften zu haben, die sich angeblich seit über zwei Jahren just in diesem Land abspielten?

Mit „T-Asia“ auf den Philippinen hatte ich ebenfalls Probleme. Ich suchte nach „T-Asia“, „T Asia“, „Tasia“. In Datenbanken war nichts zu finden. Das Handelsregister in Manila hatte eine T-Asia zu bieten – aber das war ein Groß- und Einzelhandel von Lebensmitteln, Getränken und anderen Waren. Ich fand eine „Trans-Asia Oil“. Sie dementierte, etwas mit Telematik zu tun zu haben. Mit den übrigen drei Partnern in der Region – „Likom“ in Malaysia/Hongkong, „Fleetwood“ in Australien und „Guardian“ in Neuseeland – erging es mir genauso. Ich fand Unternehmen mit zu ComRoad passendem Geschäftsfeld, keines machte aber Geschäfte mit ComRoad.

Immer wieder grübelte ich, ob ich nicht intensiv genug nach den nicht auffindbaren Unternehmen gesucht hatte. In China etwa gab es kein zentrales Handelsregister. Realistischerweise konnten die Partner nur in reichen Metropolen ihren Sitz haben. Vielleicht steckten sie aber doch im Hinterland? Ich suchte über Wochen und dokumentierte meine Telefonate, E-Mails, Faxe, Gespräche

akribisch, aber es blieb dabei: Ich fand nur Belege für die Existenz von zwei ComRoad-Partnern, die Telematikzentralen betrieben und Bordcomputer vermarkteten: Es waren GTS und Globalwatch, die ich bereits kannte. Sie konnten aber höchstens zwei Millionen Euro Umsatz gemacht haben. Das hatte ich in meiner Excel-Tabelle als realistischen Asien-Umsatz der beiden ermittelt. Das waren aber nur zehn Prozent des ausgewiesenen Asienumsatzes. Am 2. August 2001 schrieb ich daher in Börse Online über die „Phantompartner in Asien“: Beim Münchner Telematikunternehmen ComRoad erhärte sich der Verdacht, dass der Jahresabschluss 2000 auf falschen Zahlen beruhe. „Wir schätzen den realen Asienumsatz statt der ausgewiesenen 19,9 Millionen auf weniger als zwei Millionen Euro“, schloss ich.

Wieder hatte ich mich nur auf öffentlich zugängliche Informationen oder nicht-materielle nicht-öffentliche Informationen gestützt. Aber auch diesmal war durch deren Kombination eine Information herausgekommen, bei der eine Marktwirkung zu erwarten war. Auch diesmal überprüften wir die Kursentwicklung und das Handelsvolumen der ComRoad-Aktie vor und nach der Veröffentlichung, fanden aber keine Hinweise auf ein Leck in der Redaktion oder auf Verstöße gegen den Verhaltenskodex.

ComRoad ging nun in die Offensive. Vor dem Landgericht Berlin erwirkte das Unternehmen eine einstweilige Verfügung auf Unterlassung fast aller Aussagen aus dem Artikel. Bodo Schnabel versicherte „an Eides statt“, dass es die acht Asienpartner gab. Falls wir wiederholten, was ich geschrieben hatte, war ein Ordnungsgeld bis zu 500 000 DM oder Ordnungshaft fällig. Alle paar Wochen forderte uns zudem ein Rechtsanwalt im Namen des Unternehmens auf, irgendetwas zu unterlassen – sogar die Wiederholung von Dingen, die wir nie behauptet hatten. Die notwendige Reaktion darauf kostete Zeit.

Gegen die einstweilige Verfügung legten wir Widerspruch ein. In der Verhandlung vor Gericht präsentierte ComRoad eine neue Liste mit den Namen und Anschriften der sechs nicht auffindbaren Unternehmen. Sie wich von der Aufstellung aus der „Eidesstattlichen Versicherung“ ab. Firmen hießen anders, aus „T-Asia“ wurde zum Beispiel „Telematics-Asia“. Fleetwood wanderte von Australien nach Neuseeland, China Telematics von China nach Hongkong, bei Likom war nur noch Hongkong angegeben. Guardian aus Neuseeland hieß nun Australia and New Zealand Technologies. Aus Shenming in China wurde Sheng Ming.

Auch die Richter erkannten diese Widersprüche. Sie hoben die einstweilige Verfügung auf. Das hinderte ComRoad aber nicht daran, den eigenen Aktionären in einem Brief den Sachverhalt ein wenig zu spitzfindig darzulegen: „In der im

November 2001 stattgefundenen Verhandlung vor dem Landgericht Berlin hatte ComROAD dargelegt, dass die Partner in Asien existent sind und die aufgestellten Vermutungen des Börsenmagazins unbegründet sind.“ Dass wir gewonnen hatten, ließ das Unternehmen weg. Es entstand vielmehr der Eindruck, wir seien unterlegen. Dies wiederum ließ sich mein Verlag nicht gefallen. Von nun an drehte Börse Online den Spieß um und ergriff rechtliche Schritte gegen ComRoad. Die Richter entschieden auf voller Linie für uns. Das Unternehmen musste eine Richtigstellung an alle Aktionäre schicken und durfte seine Behauptungen nicht wiederholen.

Urlaub als Entdeckungsreise: Jagd nach den Phantompartnern in Asien

Ich hatte nun durch den Gerichtsstreit einen Zettel mit sechs bisher unbekannten Anschriften asiatischer Unternehmen. Ob sie tatsächlich Geschäfte mit ComRoad machten, war damit nicht gesagt. Nachweise lieferte die Telematikfirma nicht. Erneut stellte ich Anfragen an Handelsregister, Gewerbeämter, Datenbanken. In Neuseeland konnte ich wegen der Zeitverschiebung nur gegen Mitternacht, in den asiatischen Ländern nur früh oder vormittags anrufen. Meine Recherchen füllten mittlerweile etliche Ordner.

Von den beiden Adressen der Partner in Neuseeland ließ ich Fotos schießen. Einer residierte in einem Einfamilienhaus. Der Ansprechpartner sagte mir am Telefon, er habe eine Vereinbarung mit ComRoad geschlossen, die aber noch nicht vollzogen wurde. In den Jahren 2000 und 2001 gab es also noch keine Umsätze. Das andere Unternehmen war in der Niederlassung von Ford Neuseeland zu finden. Es befand sich aber laut Handelsregistrauszug in Liquidation. Durch einen Anruf erfuhr ich, dass es nur Gespräche mit ComRoad geführt, aber keine Geschäfte gemacht hatte.

Auf den Philippinen suchte ein Journalist für mich Informationen über „Telematics-ASIA“ bzw. „T-Asia“, ohne Kontakt mit dem Unternehmen aufzunehmen. Er fand nichts. „Ich vermute, dass es ein Schwindelunternehmen ist“, schrieb er mir. Mir erschien es sicherer, wenn ich von nun an selbst vor Ort recherchierte. Zufällig hatte ich eine Urlaubsreise nach Südchina geplant. Drei der sechs Adressen lagen ohnehin auf meiner Reiseroute, die Philippinen nahm ich kurzerhand noch auf. Kurz vor Jahreswechsel 2001/2002 flog ich los.

ComRoad hatte die Partner sicher vorgewarnt, dachte ich. Mir war nicht ganz wohl in meiner Haut. Auf der vor Gericht vorgelegten Adressliste waren keine

Telefonnummern aufgeführt. Von den Unternehmen in Hongkong, China und auf den Philippinen hatte ich von Deutschland aus auch keine Nummern herausbekommen. Daher blieb mir nichts anderes übrig, als die Adressen auf gut Glück aufzusuchen. Es war zu befürchten, dass die zuständigen Gesprächspartner nicht da oder beschäftigt waren. Ich konnte Termine daher erst vor Ort ausmachen und musste dann zur vereinbarten Zeit erneut vorbeikommen. Damit konnte ComRoad leicht meine Reiseroute verfolgen. Wer würde Verdacht schöpfen, wenn ich dabei – rein zufällig – Opfer eines Verkehrsunfalls oder einer Schlägerei würde?

Auf den Philippinen begab ich mich auf die Suche nach „T-Asia“ bzw. „Telematics-ASIA“ in Quezon City. An der genannten Adresse waren im Erdgeschoss des Hauses deutsche Motorsägen und Gartengeräte ausgestellt. Die Firma hieß ganz anders. Die Empfangsdame gab sich auf meine Fragen hin ratlos. Dennoch bekam ich drei Tage später einen Termin mit dem Chef. Er war offenbar neugierig, wer da so seltsame Fragen hatte.

Als ich bei ihm eintraf, stellte ich mich darauf ein, dass das Gespräch schnell eine unerfreuliche Wendung nehmen könnte. Ich reichte ihm die Liste von ComRoad. Sein Name war an erster Stelle zusammen mit „Telematics-ASIA“ genannt. „Das ist mein Name“, sagte er schließlich langsam. „Und das ist meine Adresse – aber ich habe noch nie von dem Unternehmen Telematics-ASIA gehört.“ Er erzählte mir, welche Unternehmen er wirklich hatte. Das deckte sich mit den Angaben aus dem Handelsregister. „Ich habe Bodo Schnabel vor einigen Jahren zufällig im Flugzeug kennengelernt“, sagte er. „Ich habe nie einen Vertrag unterzeichnet und nie Geschäfte mit ComRoad gemacht.“ Er wirkte schockiert. Er bestätigte mir schriftlich, dass es niemals Geschäftsbeziehungen zu ComRoad gegeben hatte.

In Hongkong teilten sich laut Liste die zwei Partner „Likom“ und „China Telematics“ ein- und dieselbe Adresse. Sie hatten demnach sogar den gleichen Präsidenten. Es handelte sich allerdings nur um ein Repräsentanzbüro von mehreren asiatischen Unternehmen, in dem zwei junge Chinesinnen arbeiteten. Sie kannten nur „Likom“. Von „ComRoad“ oder „China Telematics“ hatten sie noch nie gehört. Ihr Chef bestätigte mir später per E-Mail, dass er ein Vertriebsabkommen mit ComRoad geschlossen hatte, das aber bereits wenige Wochen später beendet worden war. „China Telematics“ war weder im Handelsregister noch im Gewerbeamt eingetragen. „Wenn das Unternehmen nirgends in Hongkong registriert ist, dann existiert es nicht“, erklärte mir ein Behördenmitarbeiter.

Nun blieb noch „Shenming“, der Partner in Shenzhen in der Volksrepublik China. Ratlos blickten die Chinesen, die ich um Hilfe bat, auf die Liste von ComRoad. Ein hilfsbereiter Mann fand heraus, wo das Problem lag: ComRoad hatte den Namen in lateinischen Buchstaben falsch geschrieben. Wenig später stand ich vor dem Eingang von „Shenming“.

Zufällig ging ein Mitarbeiter vorbei und zog die Tür langsam hinter sich zu. Hinterher! – schoss es mir durch den Kopf. Wenn ich klingeln müsste, würde es mir mit meinen Sprachkenntnissen, die sich in drei Sätzen „Touristen-Chinesisch“ erschöpften, kaum gelingen, mein Anliegen zu erklären. Und es war zweifelhaft, ob man mich überhaupt hereinlassen würde. Ich ergriff die Chance und schlüpfte hinter ihm durch die Tür. Es war ihm anzusehen, wie er fieberhaft überlegte, was er jetzt tun sollte. Ich lächelte freundlich und zeigte ihm den Zettel mit der chinesischen Adresse. Er nickte. Ja, das war hier. Nun überreichte ich ihm meine deutsche Visitenkarte – eine chinesische hatte ich nicht.

Er bedeutete mir zu folgen. In einem Büro lieferte er mich bei zwei Chinesinnen ab und verschwand. Wir lächelten uns an, auch sie sprachen kein Englisch. Minute um Minute verstrich, meine unfreiwilligen Gastgeberinnen überlegten sicher genauso wie ich, was wir jetzt tun sollten. Zum Glück hatte ich vorher die Möglichkeit in Betracht gezogen, dass niemand bei „Shenming“ Englisch sprechen würde. Daher hatte ich die englische und die chinesische Internetseite des Hongkonger ComRoad-Partners GTS genau studiert und die Zeichen abgeschrieben, die „ComRoad“, „Telematikzentrale“, „Bordcomputer“ und ähnliches bedeuten mussten. Nun zog ich diese Liste aus der Tasche, fragte auf Chinesisch „gibt es...?“ und deutete jeweils auf eine der Vokabeln. „Mei you“ lautete die Antwort stets, also „nein“.

Nun wussten die Frauen, was mich interessierte. Eine der Chinesinnen gab mir Prospekte, in denen ein Bordcomputer abgebildet war. Es war kein Modell von ComRoad. Das Unternehmen war zwar in der Telematikbranche tätig, allerdings nicht oder nicht mehr als „Partner“ der Unterschleißheimer. Bevor ich ging, wurde ich nach dem Namen meines Hotels gefragt, dessen chinesische Schriftzeichen ich mir zum Glück gemerkt hatte.

Draußen holte ich tief Luft – das taten die beiden Chinesinnen jetzt sicher auch. Ich fragte mich, was wohl geschehen würde, wenn eine Chinesin ohne Ankündigung in einem kleinen Betrieb in einem deutschen Gewerbegebiet aufkreuzen würde, ohne des Deutschen oder einer anderen Sprache mächtig zu sein, die dort jemand verstand. Sie wäre vielleicht nicht so geduldig und höflich behandelt worden wie ich hier.

Abends rief ein Mitarbeiter von „Shenming“ im Hotel an. „Ich habe gehört, dass Sie heute Nachmittag bei uns waren“, sagte er in hervorragendem Englisch. „Die anderen Mitarbeiter haben nicht genau verstanden, was Sie bei uns wollten.“ Das konnte ich mir gut vorstellen! Wir vereinbarten ein erneutes Treffen einige Tage später mit ihm und dem Präsidenten von „Shenming“.

Der Mitarbeiter, der mich einige Tage zuvor im Hotel angerufen hatte, übersetzte unser Gespräch. Es war der Sohn des Präsidenten. „Wir haben 1997 einen Vertrag mit ComRoad geschlossen“, sagte der Präsident. Er sei aber 1998 ausgelaufen, „weil wir die Absatzziele wegen des hohen Preises nicht erreicht hatten.“ Es habe nur 1997 und 1998 Zahlungen an ComRoad gegeben, danach nicht mehr. Jetzt sei ein kanadisches Unternehmen Partner von „Shenming“. Das trug ich in meinen Fragebogen ein. Der Präsident ließ sich den Inhalt übersetzen, machte einige Anmerkungen, die ich einfügte, und unterzeichnete ihn dann. „Richten Sie Bodo Schnabel einen schönen Gruß von mir aus. Er soll uns mal wieder besuchen“, gab mir der Präsident zum Abschied mit. Das tat ich. Als ich Wochen später einen Brief nach Shenzhen schickte, war allerdings schon klar, dass es mit dem Besuch für längere Zeit nichts werden würde.

Es war mir nun klar, dass es tatsächlich nur einen Bruchteil der ausgewiesenen Asienumsätze geben konnte und dass strafrechtliche Konsequenzen für den oder die Verantwortlichen zu erwarten waren. Als ich ComRoad nach meiner Rückkehr nach Deutschland um Stellungnahme bat, hieß es, ich müsse „mit ernststen Konsequenzen rechnen“, wenn ich so weitermache. „Was soll denn da noch kommen?“, fragte ich zurück. „Sie haben sich doch schon bei der Chefredaktion über mich beschwert und Rechtsmittel eingelegt.“ – „Wir haben da schon noch Ideen“, war die kryptische Antwort. Ein Branchenkenner hatte mich schon zuvor gewarnt, ob ich wisse, mit wem ich mich da anlege.

Der Chefredakteur bot mir an, die ComRoad-Artikel unter einem Pseudonym zu veröffentlichen. Dafür war es aber zu spät, weil ComRoad ohnehin wusste, wer dahinter steckte. Sicherheitshalber begann ich ab sofort, alles um mich herum, auf den Strassen und erst recht nachts, etwas genauer zu beobachten. Menschenleere Orte vermied ich völlig.

Ende Januar 2002 schilderte ich im Artikel „Navigation ins Nirgendwo“ meine Rechercheergebnisse aus Asien, zweifelte die Höhe der Umsätze für 2000 und auch für 2001 an und äußerte den Verdacht, dass Bodo Schnabel eine falsche „Versicherung an Eides statt“ abgegeben hatte.

Die Aktie knickte allein am 31. Januar 2002, dem Erscheinungstag des Magazins, um 20 Prozent ein, Aktionäre beschwerten sich. Da war die Rede von

Schadensersatzforderungen gegen uns, von Beziehungen, die genutzt würden, „um Ihr Blatt zur Strecke zu bringen“. Uns wurde vorgeworfen, wir wollten nur den Kurs „niederschreiben“, um selbst billig einsteigen zu können. Etliche Schreiber und Anrufer vermuteten, ich müsse persönlich etwas gegen ComRoad oder Bodo Schnabel haben, sei beleidigt und wolle meinen Frust abreagieren. Auch über Defizite in meinem Intimleben wurde spekuliert. Hier war nach Ansicht der Briefeschreiber „eine Journalistin aus dem Ruder gelaufen“. So hatte es auch ComRoad einige Monate zuvor formuliert und unseren Verlag gebeten, einen anderen Redakteur mit der Berichterstattung über das Unternehmen zu beauftragen.

Diese Reaktionen waren natürlich nicht angenehm für mich. Ich habe eigentlich sogar ein bisschen Verständnis dafür, dass mir die Aktionäre lange nicht glaubten: Eine Journalistin, die noch nicht einmal eine ausgewiesene Telematik-Expertin war, zweifelt die testierten Jahresabschlüsse an, ohne Einblick in die Bücher zu haben, während sich der Wirtschaftsprüfer von KPMG, der Einblick in die Bücher hatte, öffentlich hinter das Unternehmen stellte und die Vorwürfe dementierte. Es verblüffte mich aber, dass viele Aktionäre sogar zu diesem Zeitpunkt noch dem Unternehmen vertrauten, obwohl ich umfangreich und sogar vor Ort recherchiert hatte. Wenn ich ohne handfeste Hinweise einen so schwerwiegenden Verdacht äußern würde, müsste ich zu Recht mit ernsthaften Konsequenzen rechnen.

Aufgeschreckt von meinem Artikel begann KPMG, die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft von ComRoad, nun selbst in Asien zu recherchieren. Sie fand vor Ort keine Spur des angeblichen Hauptabnehmers der Geräte. Knapp drei Wochen nach Erscheinen meines Artikels legten die Prüfer am 19. Februar 2002 fristlos ihr Mandat nieder. Das war ein beispielloser Schritt bei einem börsennotierten Unternehmen. Nun war allen klar, dass etwas nicht stimmte.

Ein Journalist schuf in der Folge seine eigene Insiderinformation, die er dann veröffentlichte. Der Börsenjournalist Egbert Prior schrieb in seinem Börsenbrief, er habe erfahren, dass bei der Staatsanwaltschaft eine Strafanzeige eingegangen sei. Auch ihre wesentlichen Punkte teilte er seinen Lesern exklusiv mit. Kein Wunder, dass er davon als erster wusste: Er selbst hatte die Anzeige anonym gestellt. Später behauptete er, er habe den ComRoad-Skandal aufgedeckt, und stoppte mit einer einstweiligen Verfügung sogar die Auslieferung meines Buches über den Fall. Er konnte das Gericht aber nicht mit seiner Version der Geschichte überzeugen, dass er den Skandal aufgedeckt hatte. Es hob die Verfügung auf.

Wegen Priors Anzeige musste die Staatsanwaltschaft am Landgericht München I immerhin aktiv werden. Mir hatte der Staatsanwalt zuvor erklärt: „Ein Zeitschriftenartikel ist nicht geeignet, einen Anfangsverdacht zu begründen.“ Das ist so natürlich nicht richtig. Wie Staatsanwälte von möglichen Straftaten erfahren, ist eigentlich egal. Sie müssen in solchen Fällen auch ohne Anzeige von sich aus tätig werden.

Im März besuchten dann doch noch Ermittler das Unternehmen, führten aber nur ein mehrstündiges Gespräch mit Bodo Schnabel und kopierten einige Unterlagen. Einige Tage später erhielten sie Hinweise, der Firmenchef wolle sich möglicherweise ins Ausland absetzen. Jetzt erst wurde Schnabel verhaftet.

Im Laufe des Sommers 2002 legten neu eingesetzte Wirtschaftsprüfer im Rahmen einer Sonderprüfung das ganze Desaster offen. Die Umsätze waren zum Großteil über ein Hongkonger Unternehmen verbucht worden, von dem Schnabel in der Öffentlichkeit nie erzählt hatte. Die zugehörigen Rechnungen und Unterlagen hatten er und seine Ehefrau gefälscht. Niemand der Verantwortlichen im Unternehmen oder der Wirtschaftsprüfer von KPMG hatte bemerkt, dass es die fragliche Firma überhaupt nicht gab.

Warum aber war Schnabel nicht rechtzeitig geflohen? Offenbar rechnete er nicht damit, dass mir der Nachweis über die erfundenen Umsätze gelingen würde. Er spielte Poker, und seine Siegeschancen standen nicht schlecht. Von Deutschland aus war ich mit meinen Recherchen nicht weit gekommen. Wenn ich nicht felsenfest davon überzeugt gewesen wäre, dass etwas gewaltig faul war, hätte ich kaum soviel Zeit und Energie in den Fall investiert. Glück hatte ich auch. Wenn ich einige Ansprechpartner nicht erreicht hätte oder sie mir keine Auskunft gegeben hätten, hätte Schnabel behaupten können, genau diese Partner seien die umsatzstarken. „Man kann ja nicht immer davon ausgehen, dass einem gleich ein Beobachter im Genick sitzt, der dann schlecht über das Unternehmen schreibt“, sagte er, als der Skandal um ComRoad ans Licht kam. Wie wahr. Diesmal hatte er aber das Spiel verloren.

Bodo Schnabel wurde am 21. November 2002 wegen Kursbetrugs, Insiderhandels und Betrugs zu sieben Jahren Haft verurteilt – die höchste Strafe für einen Vorstand des an Skandalen reichen Neuen Markts. Seine Ehefrau, die gleich zu Beginn ein Geständnis ablegte, bekam als Komplizin wegen Beihilfe zwei Jahre Haft auf Bewährung.

Beraubte Aktionäre: Der Staat reißt sich die Beute unter den Nagel

Die Aktionäre fühlten sich geprellt. Für sie sah es zunächst gut aus. Im Gegensatz zu anderen Skandalfällen besaßen sowohl ComRoad als auch Bodo Schnabel viele Millionen Euro, als die Sache aufflog. Damit bestand hier die Chance, zumindest einen Teil ihres Schadens ersetzt zu bekommen. Doch der Staat warf ihnen einen Knüppel zwischen die Beine.

Der Pferdefuß im Urteil gegen das Ehepaar Schnabel war auf den ersten Blick nicht erkennbar: Bei der Urteilsverkündung vom 21. November 2002 verfügte der Richter einen Verfall der auf krummen Wegen realisierten Vermögensvorteile gemäß §§ 73 Abs. 1 bis Abs. 3, 73a Strafgesetzbuch: Gut 20 Millionen Euro aus dem Vermögen der Familie Schnabel wurden dem Staat übereignet. Wer einen Schaden habe, könne sich an ComRoad halten, führte der Richter aus. Dem Unternehmen sei es wiederum möglich, die Schnabels in Anspruch zu nehmen, falls die Anleger die ComRoad auf Schadensersatz in Anspruch nehmen wollten. „Durch dieses Vorgehen ist gesichert, dass Ansprüche trotz bestehenden Verfalls befriedigt werden können und ebenso dem Täter nicht die Früchte seiner Straftaten erhalten bleiben“, erklärte der Richter. Das klang nach einer fairen Lösung.

Mir fiel das breite Grinsen des zuständigen Staatsanwalts auf, als er nach Prozessende vor das Mikrofon eines Rundfunkjournalisten trat. Er hob die Millionen für die Staatskasse als besonderen Erfolg hervor. Die Freude über den Geldregen war nachvollziehbar, denn ähnliche Fälle im Jahr 2002 hatten dem Freistaat Bayern weniger als eine Million Euro zusätzlich in die Kassen gespült.

Ein Anlegeranwalt erklärte mir den Haken an der gerichtlichen Regelung. ComRoad hatte nur Zugriff auf den Teil, den sich das Unternehmen vorrangig, also zeitlich vor der Staatsanwaltschaft, im Rahmen eines so genannten Arrest-Antrages gesichert hatte. Das betraf aber weniger als drei Millionen von den 20 Millionen Euro. Der Staat war somit der große Nutznießer dieses Skandals.

Das Geld der Schnabels stammte indirekt von den Aktionären, und nun kassierte der Staat den Löwenanteil. Die Anleger konnten nur noch innerhalb eines Monats ihre Ansprüche im Rahmen eines Nachverfahrens anmelden. In dieser Zeit lag ihnen noch nicht einmal die schriftliche Urteilsbegründung vor. Bei geschädigten Anlegern war das Verfahren noch nie angewendet worden. Der Staatsanwalt räumte ihnen daher nur geringe Erfolgchancen ein. Für sie sei das Verfahren nicht gedacht, erklärte er mir, und in Deutschland habe noch nie ein Aktionär rechtskräftig Schadensersatz zugesprochen bekommen. Im Sinne des Gesetzes gab es daher für ihn und den Richter auch im Fall ComRoad keine

„Geschädigten“. Ein Verfall kann nur angeordnet werden, wenn es keine Geschädigten gibt. Tatsächlich wies das Gericht alle Anträge ab, selbst beim Bundesverfassungsgericht blitzten sie ab, obwohl in der Zwischenzeit etlichen Aktionären Schadensersatz zugesprochen worden war.

Die Erfolge der klagenden Aktionäre waren bemerkenswert, denn in Deutschland haben es geprellte Anleger vor Gericht schwer. Selten gelingt ihnen der Nachweis, dass sie auf Grund falscher Informationen investiert haben. Bei ComRoad schien dieser Punkt eigentlich ganz einfach zu sein, schließlich hatten seit dem Börsengang so gut wie alle Veröffentlichungen des Unternehmens fehlerhafte Angaben enthalten. Aktionäre investierten somit geradezu zwangsweise auf Grund falscher Informationen. Dennoch wiesen einige Richter Schadensersatzklagen ab.

Die Verfallsanordnung hatte aber noch weitere, bizarre Folgen. Bodo Schnabel hielt zum Zeitpunkt seiner Verurteilung mehr als ein Drittel der Anteile, gemeinsam mit seiner Frau kam er auf mehr als die Hälfte der Aktien. Bei der Berechnung des Vermögens, das „verfallen“ sollte, hatten die Richter diese ComRoad-Aktien von Schnabel einbezogen. Doch verfallen sei nur der Wert der Aktien, nicht aber die Aktien selbst, erläuterte mir der Leitende Oberstaatsanwalt, der den Staat in dieser Frage vertrat. Daher sei nicht klar, ob das Eigentum bereits übergegangen sei. Wenn das nicht klar war, wer durfte dann das Stimmrecht bei ComRoad ausüben und damit über die weiteren Geschicke des Unternehmens bestimmen?

Wenn bei einem Luxuswagen der Verfall erklärt wird, nimmt die Polizei den Schlitten mit, er wird verkauft, der Erlös fließt an die Staatskasse. Fahren darf der Verurteilte nicht mehr damit. Bei den Aktien wäre es eigentlich noch einfacher. Man hätte sie sogar in Schnabels Depot liegen lassen und trotzdem die Stimmrechte dem Staat zurechnen können. In diesem Fall gab es aber eine merkwürdige Lösung. Die Staatsanwaltschaft betrachtete die Aktien nur als „verpfändet“, richtete sie über die ComRoad AG aus.

Sie ließ Bodo Schnabel die Stimmrechte und der hatte damit das Sagen über das Unternehmen. Hätte sie sich erfolgreich um die Stimmrechte bemüht, dann hätte sie dem Treiben bei ComRoad Einhalt gebieten können. Aber es war ja nur das Geld der Aktionäre, das in Strömen aus dem Unternehmen herauszufließen begann...

ComRoad bleibt ein Schlaraffenland für Abzocker

ComRoad hatte Ende 2002 noch 20 Millionen Euro an liquiden Mitteln, doch der Name war in der Wirtschaftswelt verbrannt. Wer einen Neuanfang für das Unternehmen anstrebte, musste den Kopf des Unternehmens auswechseln. Als im Laufe des Jahres 2002 ein neuer Aufsichtsrat ins Amt kam, der den alten Vorstand Hartmut Schwamm allein am Ruder ließ, schwante mir, dass ComRoad zum Wirtstier für einige Interessenten umgestaltet werden sollte.

Schwamm gehörte schon beim Börsengang gemeinsam mit Schnabel dem Vorstand an. Nach dessen Absetzung führte er das Unternehmen allein. Seit Jahrzehnten arbeitete er mit ihm zusammen und war schon zuvor in merkwürdige Transaktionen verwickelt gewesen. Er behauptete aber, nichts von den jahrelangen, massiven Betrugereien bemerkt zu haben. Das ließ, bei freundlicher Auslegung, auf eine gewisse Blindheit in Geschäftsdingen schließen.

Nun gab ComRoad Geld in vollen Zügen aus. Allein für Rechts-, Beratungs- und Prüfungskosten fielen allein 2002 bei ComRoad rund 2,6 Mio Euro an. Aufsichtsrat Manfred Braß hatte bis dahin schon eine Viertelmillion Euro von ComRoad erhalten, unglaubliche 25 000 Euro im Monat. Aufsichtsratschef Achim Walk erhielt für seine Tätigkeit von Juni bis Dezember 2002 insgesamt 50 000 Euro und Aufträge über 14 000 Euro. Dafür hatte ComRoad eifrig Mitarbeiter abgebaut.

Auf der Hauptversammlung im Jahr 2003 erfuhren die Aktionäre, dass das Jahresgehalt des glücklosen Vorstands Schwamm auf runde 200 000 Euro in etwa verdoppelt wurde – aus Ausgleich „wegen der heftigen Angriffe durch die Öffentlichkeit“, erläuterte Aufsichtsratschef Walk. Ungläubiges Lachen unter den Aktionären. „Wenn ich Herrn Schwamm jetzt noch fünf Minuten beschimpfe, verdient er dann noch mehr Geld?“, fragte einer sarkastisch.

Über die Jahre gingen die Millionen dahin, die Vorstände wechselten, die Geschäftsideen auch, aber weder in der Telematik, noch als Beteiligungsgesellschaft fasste das Unternehmen Fuß. Das Unternehmen wurde in Tracom Holding umbenannt. Manfred Brass wurde Alleinvorstand. Auf der jüngsten Hauptversammlung der Tracom AG am 3. Dezember 2007 in München legte der Vorstand wieder mal miserable Zahlen vor und kündigte an, dass es in Zukunft irgendwie besser wird. Der Verlust überstieg 2006 mit 9,5 Millionen Euro die Umsatzerlöse von 1,9 Millionen bei weitem. Ende November hatte Tracom gerade noch 1,4 Millionen Euro in der Kasse.

Brass brauchte frisches Geld. Dazu legte er mal wieder den Plan für eine Neuausrichtung des Unternehmens vor. Healthcare heißt das Zauberwort diesmal. Wie Geld verdient werden soll, blieb selbst auf Nachfrage der Anteilseigner vage. Würde einer der Aktionäre bei seinem Arbeitgeber oder einer Bank mit so kargen Informationen um Mittel für ein Projekt bitten, er würde wahrscheinlich ausgelacht. Es gab keinen Bestätigungsvermerk eines Wirtschaftsprüfers, keinen Konzernabschluss, keine Zahlen der operativ tätigen Tochterunternehmen. „Selbst operatives Geschäft hat Tracom vorübergehend so gut wie keines mehr“, stellte der Sprecher der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz, Ludwig Lehmann, verwundert fest. Tracom bekam dennoch frisches Geld.

Schnabel wurde wegen guter Führung nach dreieinhalb Jahren aus der Haft entlassen. Er betreibt heute von den USA aus ein Telekommunikationsunternehmen. Mit der Staatsanwaltschaft wurde ein Deal über seine Aktien geschlossen, sein Inhalt ist aber geheim für die Öffentlichkeit, obwohl Mittel des Staates betroffen sind.

ComRoad ist eigentlich ein selten einfacher Fall: Die Betrügereien waren eindeutig belegbar, das Unternehmen ist verhältnismäßig klein und die Zahl der handelnden Personen überschaubar. Aber selbst damit scheint das deutsche Rechts- und Justizsystem überfordert zu sein. Wie muss das dann erst bei komplizierten Fällen der Wirtschaftskriminalität sein?

Entwertung der Medien durch das Kapitalmarktstrafrecht

Prof. Dr. Joachim Jahn

A. Einleitung

Das Kapitalmarktstrafrecht ist noch ein recht junges Rechtsgebiet. Damit mag es zusammen hängen, dass es den allermeisten Journalisten nur in seinem Kernbereich geläufig ist. Sicher: Von Delikten wie *Scalping* und *Frontrunning* haben viele Beschäftigte in den Wirtschaftsmedien schon gehört.¹ Und dass es jedenfalls strafbar ist, nach dem Muster obskurer „Börsenbriefe“ an eigenen Empfehlungen verdienen zu wollen, ist in den Redaktionsstuben gemeinhin bekannt – und sei es nur auf Grund der sprichwörtlichen „Parallelwertung in der Laiensphäre“. Solch eigennützige Verhaltensweisen würden zudem arbeits- und berufsrechtlich pönalisiert.²

Doch ansonsten ziehen Redakteure, Reporter und Korrespondenten die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) kaum in Betracht, wenn sie über börsennotierte Unternehmen, Aktien und alle möglichen anderen Wertpapiere berichten, die an organisierten Märkten³ gehandelt werden. Kein Lokalreporter käme auf die Idee, er dürfe im Spätdienst womöglich nicht über das Niederbrennen einer Fabrikhalle berichten, bevor das Unternehmen eine förmliche Ad-hoc-Mitteilung verbreitet hat. Oder über eine Produkterpressung mit vergifteter Schokolade eines Herstellers, der seine Investitionen mit Hilfe von Anteilseignern über den Kapitalmarkt finanziert hat. Diese „Rechtsblindheit“ gilt für Funk und Fernsehen oder die zunehmenden Internetveröffentlichungen ebenso wie für Printmedien.

1 Dazu *Jahn*, Verbotenes Insidergeschäft durch bewußtes Werben für im eigenen Depot gehaltene Aktien durch einen Fernsehanalysten?, *EWiR* 1999, 1189.

2 Siehe unten unter B.

3 So der aus der vielfach artifiziellen EU-Sprache entstamende, ins deutsche Recht eingezogene Fachterminus.

Wirtschaftsredakteuren ist zwar gegenwärtig, dass ihre Meldungen Kurse bewegen können.⁴ Dies erleben sie nicht ohne Stolz; es stärkt ihr Selbstbewusstsein und befeuert ihren sportlichen Wettkampf mit Konkurrenzmedien um Schnelligkeit und exklusive „Enthüllungen“. Durch die Sensibilität von Pressestellen, die sich an einzelnen Formulierungen in Zeitungsartikeln über ihr Unternehmen stoßen, werden sie dabei nicht selten auch nachdrücklich an ihre journalistische Verantwortung erinnert. Presserechter werden gelegentlich ebenfalls mit Gegendarstellungsbegehren und formularmäßig vorgefertigten Unterlassungsverpflichtungserklärungen in Marsch gesetzt.⁵ Die Auswirkungen der strafrechtlichen Regulierung jedoch bemerken Medienmitarbeiter vor allem an einem Phänomen – dem Fehlen jeglicher spannender Neuigkeiten mit echtem Nachrichtenwert in Interviews, Pressekonferenzen und Hintergrundgesprächen.

B. Kursmanipulation

Dass Medien mitunter (wissentlich oder unwissentlich) zum Hochtreiben von Aktienkursen instrumentalisiert werden, ist ein Phänomen, das wohl so alt ist wie die Börse selbst. Schon *Emile Zola* beschreibt in seinem erstmals 1891 erschienenen Roman „Das Geld“, wie der Gründer einer als Aktiengesellschaft firmierenden Bank sich einen Hofberichterstatler hält: Der Geschäftsmann kauft kurzerhand den Verlag auf, bei dem dieser Journalist beschäftigt ist. Weitere Mechanismen der Beeinflussung, die in dem Buch ebenfalls geschildert werden, dürften heute unter den beinahe unverfänglich klingenden Terminus *Sponsoring* fallen. „(...) Unter seiner Leitung (wurde) Tag für Tag in der ‚Espérance‘ der Feldzug weitergeführt“, schreibt *Zola* über dieses kollusive Zusammenwirken zwischen Bankier und Skribenten um die Gunst von Investoren in jener fiktiven Gazette – „aber kein brutaler Feldzug aufdringlicher, gewalttätiger Zustimmung, sondern mit Auseinandersetzungen, ja mitunter sogar mit Einwendungen und

4 So bescherte ein Zeitungsbericht über ein Sparprogramm dem Stahlkonzern Thyssen-Krupp dessen Anteilen ein deutliches Kursplus, wie die Nachrichtenagentur Reuters am 24.11.2008 verbreitete.

5 Ausführlich zu den vom Presserecht gesetzten Schranken *Jahn*, Die Managerhaftung und die öffentliche Meinung, in: Krieger/Schneider (Hrsg.), Handbuch Managerhaftung, 2007, § 38 Rn. 17 ff.

Bemängelungen untermischt, um sich langsam des Publikums zu bemächtigen und ihm nach allen Regeln der Kunst den Hals abzuschneiden“.⁶

Wie genau dies strafrechtlich pönalisiert ist, dürfte auch heute längst nicht jedem Journalisten bekannt sein. Doch orientieren sich Medienmenschen ohnehin weniger an einem juristischen Korsett, das ihnen als Nichtjuristen allenfalls rudimentär bekannt ist. Handlungsleitend ist für sie vielmehr die handwerkliche Ausbildung, die sie zumeist in einem Volontariat oder an einer Journalistenschule absolviert haben.⁷ Und dass *lege artis* die Pervertierung des ihnen anvertrauten Berichterstattungsauftrags zur Mehrung eigener monetärer Interessen verboten ist, liegt nun einmal auf der Hand. Begrenzte Chancen also für „Börsengurus“, die auf vielen Schultern tragen wollen, indem sie einerseits gewerblich ihre Periodika, Fernsehshows oder Telefonhotlines betreiben und andererseits bei marktengen Werten Sonderprofite durch die von ihnen selbst ausgelösten Kursbewegungen einstreichen.⁸

Zusätzlich werden diese hehren Grundsätze arbeitsrechtlich flankiert. In Qualitätsmedien herrscht (mindestens) ein Vier-Augen-Prinzip: Nichts darf unredigiert ins Blatt. Nachrichtenredakteure (auch „Produktionsredakteure“, „Blattmacher“ oder schlicht „der Newsroom“ genannt) sorgen für einen Gegen-Check, ebenso – nachträglich – die Ressortleiter und Chefredakteure bzw. Herausgeber bei ihrer Frühstückselektüre und sodann auf den täglichen Redaktionskonferenzen. Wer dagegen verstößt, riskiert eine Abmahnung oder Kündigung, faktisch damit sogar die Verbannung aus dem Berufsstand der Berichterstatter.

Unter dem Einfluss des anglo-amerikanischen Journalismus⁹ und im Zuge des Absturzes des Frankfurter Börsensegments „Neuer Markt“ – das sich nicht nur als Quelle von Wagniskapital, sondern leider auch als Brutstätte für Schwindelfirmen entpuppte – sind Verleger von Wirtschaftsmedien überdies zunehmend

6 Zola, Das Geld, 2001, S. 253.

7 Akademische Studiengänge aus dem publizistischen Bereich gelten hingegen zumindest bei Verlagen als Arbeitgebern nicht als relevanter Ausbildungsabschnitt.

8 Nach „klassischen“ Fällen wie Prior (*Jahn* [o. Fn. 1], EWiR 1999, 1189; *Jahn*, EM.TV-Vorstand hat früh eigene Aktien verkauft, F.A.Z. vom 17.01.2001, 29) oder Opel (*Jahn*, Hochjubiläum von Aktien ist Kursmanipulation, F.A.Z. vom 07.11.2003, 23; „journalist“ 1/2008, 66 [69]) fragwürdig jüngst auch Förtsch („Wirtschaftsjournalist“ 4/2008, 24 ff.) und Frick („journalist“ 1/2008, 66 ff.); unter Verdacht ferner ausgerechnet ein führender Aktivist der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger (SdK), Straub (*Jahn*, Anlegerschützer unter Verdacht der Kursmanipulation, F.A.Z. vom 22.07.2008, 18 f.; *ders.*, SdK-Vizevorsitzender Straub tritt zurück, F.A.Z. vom 24.07.2008, 19).

9 Mit angelsächsischen Verlagsbeteiligungen in Deutschland.

dazu über gegangen, etwaige Interessenkonflikte ihrer Berichterstatter durch Ergänzungen der Arbeitsverträge einzufangen. Naturgemäß löste dies Abwehrreflexe von Arbeitnehmern (und ihren Gewerkschaften) auf individualrechtlicher Ebene aus, ferner von Betriebsräten in mitbestimmungsrechtlicher Hinsicht.¹⁰ Diese Ansätze zur Transparenz gegenüber dem eigenen Arbeitgeber sind aber aus Journalistensicht schon deshalb begrüßenswert, weil sie auch zur dringend notwendigen Glaubwürdigkeit des Mediums gegenüber Nutzern, Lesern und Konsumenten beitragen.¹¹ In der Praxis sind sie freilich unterschiedlich streng gefasst. Sie reichen von eher vagen Verbotserklärungen und Anzeigepflichten bis hin zur vorgeschriebenen Aufdeckung des eigenen Privatportfolios bei einem vom Verlag beauftragten Notar – und einem etwaigen Schreibverbot über entsprechende Wertpapiertitel und deren Emittenten.

Hinzu kommt eine (freilich privilegierende) Norm des WpHG. Dieses nimmt in § 20a Abs. 6 Journalisten bis zu einem gewissen Grad von den gesetzlichen Vorschriften gegen Marktmanipulation aus. Voraussetzung ist ihre Unterstellung unter „berufsständische“ Regeln. Bei In-Kraft-Treten des (auf die EU-Marktmisbrauchsrichtlinie zurück gehenden) „Anlegerschutzverbesserungsgesetzes“¹² hatte sich die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in einer Arbeitsgruppe mit Medienvertretern erfolgreich bemüht, einen praktikablen *modus vivendi* zur Umsetzung dieser Vorgabe zu finden.¹³ Dahinter stand die Horrorvorstellung von ellenlangen Disclaimern, wie sie sich heutzutage standardmäßig – und bizarrerweise – sogar unter werblichen Presseerklärungen von Unternehmen finden, unter jeder noch so kleinen Zeitungsnotiz über filigrane Entwicklungen am Kapitalmarkt und in der Unternehmenslandschaft.

Ergänzend wirken die berufsrechtlichen Regulierungsmechanismen durch den Deutschen Presserat.¹⁴ Deren Befolgung ist zwar freiwillig und noch weitestge-

10 Zu einem Urteil des BAG hierzu in eigener Sache F.A.Z. vom 29.05.2002, 17; vgl. „journalist“ 1/2008, 66 (68).

11 Da sie auf die Verbreitung und somit die Werbeerlöse durchschlagen.

12 Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) vom 28.10.2004, BGBl. I S. 2630.

13 Vgl. auch FTD vom 29.03.2004.

14 *Deutscher Presserat*, Publizistische Grundsätze (Pressekodex), Richtlinien für die publizistische Arbeit nach den Empfehlungen des Deutschen Presserates, 2008, abrufbar im Internet: <<http://www.presserat.info/uploads/media/Pressekodex.pdf>> oder menügeführt über <<http://www.presserat.info>> ➔ Der Pressekodex (Stand: 01.11.2010), Ziffer 7 („Trennung von Werbung und Redaktion“); dazu insb. Richtlinie 7.4 („Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“); ferner *ders.*, Journalistische Verhaltensgrundsätze des

hend auf Printmedien beschränkt.¹⁵ Ein gewisser moralisch-sozialer Druck, der in der Marktwirtschaft bei Qualitätszeitungen durchaus ökonomisch relevant werden kann, ist mit dieser bereichsspezifischen *compliance* aber verbunden. Alles in allem dürfen Rezipienten also insofern davon ausgehen, dass als seriös bekannte Medien eine verlässliche Informationsquelle sind.¹⁶ „Schwarze Schafe“ kann es freilich überall geben, kritische Lektüre in jedem Einzelfall bleibt unverzichtbar. Redliche Journalisten wiederum können sich, wenn sie fachgerecht ihrer originären Arbeit nachgehen, durch die gesetzlichen Vorgaben gegen Kursmanipulation nicht ernsthaft irgendwelchen Beschränkungen ausgesetzt fühlen.

C. Insiderhandel

Ganz anders sieht dies hingegen beim Insiderrecht aus. Wie hypertroph dieses schon frühzeitig gewuchert ist, durfte der *Verfasser* eindrücklich beobachten, als ein Frankfurter Zivilgericht im Zuge einer Klagewelle von Entrepreneuren gegen die damalige „Penny Stock“-Regelung der Deutschen Börse AG Beweis erhob. In der mündlichen Verhandlung musste sich ein Vorstandsmitglied auf die Frage des Gerichts nach den Zukunftsperspektiven seines Neue-Markt-Unternehmens allen Ernstes erst einmal bei seinem Rechtsanwalt vergewissern, ob er mit einer Antwort nicht verbotenerweise eine Insiderinformation preisgebe. So kann die Wunschvorstellung der Gesetzgeber in Brüssel und Berlin, alle Anleger ließen sich durch die Vorgabe reglementierter und exklusiver Informationskanäle gleich behandeln,¹⁷ sogar die Wahrheitsfindung durch die Justiz behindern.

Deutschen Presserats zu Insider- und anderen Informationen mit potentiellen Auswirkungen auf Wertpapierkurse, 2008, abrufbar im Internet: http://www.presserat.info/uploads/media/Journalistische_Verhaltensgrundsätze.pdf oder menügeführt über <http://www.presserat.info> → Dokumentation → 2004 → 02.08.04 - Journalistische Verhaltensgrundsätze des Deutschen Presserats zu Insider- und anderen Informationen mit potentiellen Auswirkungen auf Wertpapierkurse (Stand: 01.11.2010).

15 *Jahn* (o. Fn. 5), Handbuch Managerhaftung, § 38 Rn. 45 ff.; zur geplanten Ausweitung auf das Internet „medium magazin“ 12/2008, 9 f.

16 Bekräftigt durch BGH, DB 2008, 2590, zum Gebot der Beachtung derartiger Quellen bei der Anlageberatung durch Banken.

17 Ein auch unter Wirtschaftswissenschaftlern keineswegs unumstrittenes Ziel.

Glaubt man den Schilderungen älterer Berufskollegen, haben sich freilich manche Börsenreporter und Firmenberichterstatter in früheren Jahrzehnten tatsächlich auf fragwürdige Weise eine „goldene Nase“ verdient, indem sie beruflich erlangte Insiderkenntnisse für das eigene Portfolio nutzten. Ein Wissensvorsprung, den auch Manager und Aufsichtsräte¹⁸ für sich persönlich verwenden konnten. Mitunter erschließt sich zwar nicht ganz, inwieweit es sich bei solchen Erzählungen eher um Legenden handelt. Doch waren die Zeiten für Wirtschaftsjournalisten ehemals schon deshalb komfortabler, weil die routinemäßigen Bilanzpressekonferenzen oft mit einer Sperrfrist von einem oder sogar zwei Tagen gekoppelt waren. So ließ sich anschließend in Ruhe speisen und trinken, am Folgetag dann gemütlich recherchieren und schreiben. Auch fielen die ausgeteilten Präsente üppiger aus, weil Strafvorschriften und Rechtsbewusstsein gegenüber Korruption noch weniger ausgebildet waren.

Insofern haben sich die Arbeitsbedingungen für Redakteure aus Firmen- und Finanzredaktionen merklich verändert. So weit ist dies auch durchweg erstrebenswert. Bedenklich ist hingegen die Entwertung jeglicher traditioneller Recherche im Umgang mit börsennotierten Unternehmen.¹⁹ Presseerklärungen sind mittlerweile weich gespült und belanglos: Neuigkeiten dürfen sie ja ohnehin nicht enthalten, weil diese anderenfalls längst als Börsenpflichtmitteilung *ad hoc* hätten publiziert werden müssen. Interviews werden von den Vorgaben der Unternehmenssyndizi und externen Rechtsberater beherrscht. Nicht viel anders ist dies in den geläufigen Hintergrundgesprächen, bei denen sich ansonsten ein bewährter Kodex zur unterschiedlichen Reichweite von Zitierbeschränkungen eingespielt hat.²⁰

Auch der Besuch einer Presse- oder Analystenkonferenz lohnt allenfalls noch in der Hoffnung auf eine originelle Formulierung oder zweitrangige Details, nicht aber auf „harte News“. Doch selbst „knackige Zitate“ werden von geschickten PR-Beauftragten oft schon in ihre schriftlichen Stellungnahmen mit eingebaut, die zeitgleich per E-Mail versandt werden. Melancholische Vorhersa-

18 Und zwar auf beiden Bänken, wie der Fall des damaligen IG-Metall-Chefs Steinkühler verdeutlicht hat.

19 Aus Unternehmenssicht dazu *Jahn*, in: Hauschka (Hrsg.), *Corporate Compliance. Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen*, 2007, § 30 Rn. 8 f. (2. Aufl. im Erscheinen).

20 *Jahn*, in: Hauschka (o. Fn. 19), § 30 Rn. 3

gen gehen deshalb dahin, dass solche Termine – egal ob als physische Zusammenkunft oder Telefonschaltung – aussterben werden.²¹

Medienforscher mögen dies sogar als Ansporn und Aufwertung des journalistischen Handwerks begrüßen. Erhalten nun nicht akribisch ermittelte Enthüllungen endlich ihren gebotenen Stellenwert gegenüber einer Scheinwirklichkeit, die von Pressestellen geschickt inszeniert wird (zumal diese PR-Stäbe immer weiter aufgestockt werden, während im Zuge der globalen Zeitungskrise Redaktionen schrumpfen)? Als großes Vorbild gelten den Lehrmeistern des investigativen Journalismus in den Kommunikationswissenschaften die amerikanischen Zeitungsreporter im legendären *Watergate*-Skandal. Doch realistisch betrachtet sind solche „Scoops“ ausgesprochen selten möglich. Selbst viele der vermeintlichen Exklusivmeldungen von Magazinen und Illustrierten beruhen – trotz deren wesentlich größerer Personalstärke – in Wirklichkeit nur auf einer sorgsam betriebenen Technik von Wiedervorlage und Nachfrage. Oder auch einfach der Wiederholung von Nachrichten, die eigentlich schon bekannt, aber dem Kurzzeitgedächtnis der Leser und Kollegen anheim gefallen sind.²² Fälle von unseriösem Aufbauschen ungesicherter oder unzutreffender Tatsachen kommen hinzu.

Letztlich ist die Lebenswelt in Wirtschaft und Politik wohl einfach nicht so schlecht, als dass sie voller Affären steckte, die nur noch nicht aufgedeckt worden sind – obgleich manche „Enthüllungsjournalisten“ das gerne glauben. Anders scheint dies allenfalls auf dem „Grauen Kapitalmarkt“ zu sein, wo selbst gut betuchte Akademiker regelmäßig auf bizarre Renditeversprechen herein fallen. Aber dieser Fehler ist in der globalen Finanzkrise ja auch reihenweise Bankmanagern und ihren Kontrolleuren in Aufsichtsräten, Behörden und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften unterlaufen.

Die Auswirkungen der neueren Rechtslage sind vielfältig. So werden Aufsichtsratssitzungen gerne so terminiert, dass womöglich kurssensible Beschlüsse hernach punktgenau nach Handelsschluss – formal betrachtet aber eben „unverzüglich“ – bekannt gemacht werden können.²³ Regelmäßig heikel ist dies schon allein, wenn das Kontrollorgan bloß Bilanzzahlen zu billigen hat; um wirklich Sensationelles wie etwa eine feindliche Übernahme geht es ja ohnehin höchst

21 *Fockenbrock*, Handelsblatt vom 26.03.2008, 11.

22 Ausnahmen wie die Berichte von *Renate Daum* über das Betrugsunternehmen ComRoad bestätigen nur diese Regel.

23 An einer Gepflogenheit, nur die Veröffentlichung selbst entsprechend zu terminieren, hatte die BaFin Anstoß genommen.

selten. Selbst „Vorwarnungen“ an renommierte Journalisten, dass etwas Wichtiges bevor steht, wagen Pressesprecher manchmal nicht mehr zu geben. Deshalb können sie auch nicht mehr sicherstellen, dass der jeweils qualifizierte Branchenbeobachter in den Redaktionen sich vorbereiten kann – oder zum fraglichen Zeitpunkt überhaupt im Einsatz ist. Die Möglichkeiten von PR- und Investor-Relations-Abteilungen, auf Medien und damit die öffentliche Meinung einzuwirken, sind damit beschnitten worden; bedauert wird dies von beiden Seiten, da Pressesprecher und Journalisten – bei allen strukturellen Interessenunterschieden – in einer Symbiose leben. Manager und ihre Firmensprecher beklagen sich jedoch auch gelegentlich über den „Maulkorb“ durch dieses Paragraphenkorsett, um hinter diesem Argument eine mangelnde Auskunftsfreude zu verstecken.

Die mit einem Rechtsverstoß verbundenen Risiken sind freilich zusätzlich gewachsen, seit zum Insiderrecht die Gefahr einer zivilrechtlichen Haftung von Unternehmen und Organmitgliedern durch das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG) hinzu getreten ist. Dies zeigt die Klage von Altaktionären des Autobauers Daimler, die bereits einmal vom BGH an das OLG Stuttgart zurück verwiesen worden ist, auf Schadensersatz.²⁴ Die Aktiengesellschaft hatte aus Sicht der Kläger den bevorstehenden Rücktritt von Vorstandschef Jürgen Schrempp verspätet veröffentlicht, so dass diese nicht mehr von dem davon ausgelösten Kursfeuerwerk profitierten; „versehentlich“ hatten sie kurz zuvor ihre Anteile veräußert. Die unterschiedliche Bewertung von Behörde (BaFin) und Justiz (einer einzelnen Amtsrichterin) belegt ebenfalls, wie schwer die Tatbestandsmerkmale des WpHG zu subsumieren sind: Die staatlichen Handelswächter hatten einen Bußgeldbescheid verhängt, gegen den Daimler sodann erfolgreich Rechtsmittel einlegte.²⁵ Auch der lang ersehnte „Emittenten-Leitfaden“ der BaFin hat da wenig Klarheit und Rechtssicherheit gebracht.

Nicht eingetreten ist hingegen die befürchtete Flut an werblichen Ad-hoc-Mitteilungen nach der bereits erwähnten Verschärfung des WpHG durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz. Umgekehrt blieb aber auch die erhoffte Transparenz durch die Pflicht zur Bekanntgabe von Eigengeschäften der Vorstände und Aufsichtsräte („Directors’ Dealings“)²⁶ begrenzt. Die mit dem Trans-

24 Jahn, Wende im Daimler-Prozess, F.A.Z. vom 24.09.2008, 23.

25 Jahn, Freispruch für Daimler, F.A.Z. vom 28.08.2008, 15.

26 § 15a WpHG.

parenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz (TUG)²⁷ erweiterten Zurechnungsvorschriften bei Beteiligungen haben obendrein zu bemerkenswerten Missverständnissen in einigen Medien geführt.

Noch verstärkt wird die Angst vor den Strafverfolgungsorganen bei Unternehmen, die Geschäfte in den USA treiben oder dort (zusätzlich) gelistet sind, durch das weltweite Agieren von Behörden wie der New Yorker Börsenaufsicht SEC. Nicht jeder hält sich allerdings an das Schweigegebot. Investmentbanker sind da redseliger als Unternehmenssprecher, wie die Erfahrung lehrt. Dies wiederum nährt gelegentlich den Verdacht, dass etwa Hedge-Fonds („Heuschrecken“) gezielt Gerüchte ausstreuen, um Kurse zu manipulieren. Besondere Vorsicht und Diskretion herrschen bei Börsengängen, wissen Wirtschaftsjournalisten. Hier kommt noch das Risiko einer Prospekthaftung hinzu, wie das Massen- und Monsterverfahren von rund 17.000 Anteilseignern gegen die Deutsche Telekom zeigt; dieses wird ebenfalls auf Grundlage des KapMuG geführt.²⁸

Besonders gerne berichten Pressemitarbeiter übrigens über Unternehmen, die als Personengesellschaft oder Genossenschaft organisiert sind oder alleine dem Staat gehören und damit nicht den Restriktionen des WpHG unterliegen. Dort lässt sich durch geschickte Fragetechnik und beharrliche Beziehungspflege manchmal noch am ehesten etwas Wissenswertes „ausbuddeln“. Ab und an können Presseleute aber auch bei Aktiengesellschaften noch Interessantes erfahren, wenn sie zu Kontaktpersonen im Unternehmen ein langjähriges Vertrauensverhältnis aufgebaut haben. Gestützt wird dies durch das strafprozessuale Zeugnisverweigerungsrecht von Journalisten.²⁹ Daher scheint die Befürchtung überzogen, die Strafdrohungen des Insiderrechts könnten „Whistleblower“ vom Aufdecken betriebsinterner Missstände abhalten: Die seit jeher bestehenden arbeitsrechtlichen Risiken für deren eigene Existenz dürften da gravierender sein.

Verantwortungsbewusste Journalisten zitieren übrigens gelegentlich auch einmal einen Informanten zu dessen Selbstschutz nicht, wenn dieser erkennbar

27 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) vom 05.01.2007, BGBl. I S. 10.

28 Vgl. *Jahn*, Der Telekom-Prozess – Stresstest für das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz, ZIP 2008, 1314.

29 § 53 Abs. 1 S. 1 Nr. 5 StPO.

die Risiken für sich selbst durch seine Äußerungen unterschätzt hat. Wobei Ethik im Zuge des gewachsenen Wettbewerbsdrucks um Auflagen, Reichweiten und Einschaltquoten leider öfters einer Skandalisierung und Pauschalisierung, Versimpelung und Personalisierung von Themen weicht. Aber es geht nicht nur um das Buhlen um Käufer, Zuschauer oder Zuhörer: Das Aufbauschen von Nachrichten verschafft auch *innerhalb* mancher Redaktionen einen Konkurrenzvorteil.

Sogar gewachsen ist hingegen die Transparenz für Medien und deren Kunden dadurch, dass jene Vorschriften verschärft wurden, mit denen die Publizitätspflichten im Handelsregister für die im Mittelstand beliebten Rechtsformen (insbesondere die GmbH & Co KG) durchgesetzt werden sollen. Das neue Bundesamt für Justiz sorgt nunmehr von Amts wegen dafür, dass die entsprechenden Angaben ins Unternehmensregister eingestellt werden, welches für jedermann im Internet abrufbar ist.³⁰

D. Fazit

Die Arbeit von Journalisten wird durch das Insiderrecht spürbar beeinträchtigt. Dies ist bedenklich, da es sich dabei nicht bloß um ein kommerzielles Geschäft von Verlegern, Privatsendern und „halb-gewerblichen“³¹ Rundfunkanstalten handelt. Vielmehr behindert sie zugleich die Ausübung der verfassungsrechtlich garantierten Pressefreiheit.³² Diese wiederum dient der Informationsfreiheit der Bürger³³ und ist damit „konstitutiv“ für die Demokratie.³⁴

Im Berufsalltag werden Medien und Gesellschaft mit den Einschränkungen leben können und müssen, die der Gesetzgeber im Zuge seiner politischen Gestaltungsfreiheit vorgenommen hat, weil er eine „Chancengleichheit“ von Investoren anstrebt. Das Presserecht darf jedoch nicht vom Kapitalmarktrecht her „aufgerollt“ werden. Wo gewichtige Gründe eine aktuelle und unbeschränkte Berichterstattung nahe legen, müssen die Regelungsmechanismen des WpHG zurück stehen. Um eine Einzelfallabwägung wird man dabei nicht herum kom-

30 Auf Grund des Gesetzes über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) vom 10.11.2006, BGBl. I S. 2553.

31 Zwar öffentlich-rechtlich verfasst, aber zugleich durch Werbung u. Ä. finanziert.

32 Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG.

33 Art. 5 Abs. 1 S. 1 Hs. 2 GG.

34 So das *BVerfG* in ständiger Rspr., BVerfGE 20, 162 (174 f.) = NJW 1966, 1603.

men. Notfalls muss dies vom BVerfG in einem Präzedenzfall klar gestellt werden. Zu hoffen bleibt aber, dass die wissenschaftliche Diskussion sich aus eigener Erkenntnis verändern wird³⁵ und die ordentliche Gerichtsbarkeit der bisher exzessiven Auslegung in der Mehrheitsliteratur nicht folgt.

35 Zur gegenwärtig herrschenden Meinung *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.) WpHG, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 102 ff. (entgegen der 3. Aufl.); vgl. *Jahn*, Das Insiderrecht bringt die Pressefreiheit in Gefahr, F.A.Z. vom 04.06.2008, 21.

Pressefreiheit und Unternehmensberichterstattung

Prof. Dr. Michael Germann

A. Kapitalmarktrecht und Kommunikationsfreiheit

I. Die Bindung des Kapitalmarktrechts an die Pressefreiheit und andere Kommunikationsgrundrechte

Kapitalmarktrecht hat von Haus aus kein Bedürfnis, Regelungen für die Pressefreiheit oder andere Formen der Kommunikationsfreiheit zu treffen. Es ist vom Geschehen auf dem Kapitalmarkt her konstruiert und folgt seiner kapitalmarktrechtlichen Logik: Den Kapitalmarkt können Insidergeschäfte stören, also werden sie verboten – § 14 WpHG. Dabei stört im Vorfeld schon ein Informationsgefälle hinsichtlich Insiderinformationen, also wird die unbefugte Weitergabe von Insiderinformation verboten – § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Den Kapitalmarkt können unrichtige oder irreführende Angaben über bewertungserhebliche Umstände stören, also werden auch sie verboten – § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG. Den Kapitalmarkt können dilettantische und unsorgfältige Finanzanalysen stören, deshalb wird den insoweit tätigen Personen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit geboten – § 34b Abs. 1–2 WpHG. Um sich des kapitalmarktrechtlichen Regelungsbedarfs anzunehmen, erstreckt das Gesetz seine Verbote und Gebote in den aufgeführten Vorschriften auf bestimmte Formen und Inhalte der Kommunikation. So kommt es in Berührung mit der Kommunikationsfreiheit.

Da das Kapitalmarktrecht deswegen aber noch nicht von der Kommunikationsfreiheit und ihren Schranken her als so etwas wie „konkretisiertes Medienfreiheits-Verfassungsrecht“ konstruiert ist wie zum Beispiel das Presse- und das Rundfunkrecht, tritt der *freiheitsrechtliche Schutz der Kommunikation* gleichsam von außen an die Eigenlogik des Kapitalmarktrechts heran: die Kommunikationsgrundrechte des Art. 5 Abs. 1 GG als verfassungsrechtlicher Maßstab, Art. 10 EMRK als völkerrechtliche Norm mit dem innerstaatlichen Rang eines Bundes-

gesetzes, Art. 11 EU-GRC als noch nicht unmittelbar förmlich verbindliche, aber über Verweisungen für maßgeblich erklärte Vorgabe.

Der Blick des *WpHG-Gesetzgebers* auf die Kommunikationsfreiheiten ist deshalb ein zweiter Blick: Primär nimmt er sich des kapitalmarktrechtlichen Regelungsbedarfs an; sekundär versucht er dabei stellenweise, seine Regelungen durch Exemptions- oder Berücksichtigungsklauseln grundrechtskonform zu halten. So ist das Verbot unrichtiger oder irreführender Angaben nach § 20a Abs. 6 WpHG bei „Journalisten, die in Ausübung ihres Berufes handeln“, grundsätzlich „unter Berücksichtigung ihrer berufsständischen Regeln zu beurteilen“. Ähnlich gelten die gesetzlichen Anforderungen an Finanzmarktanalysten nach § 34b Abs. 4 WpHG „nicht für Journalisten, sofern diese einer mit den Regelungen [...] vergleichbaren Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen“.

Darin folgt der Gesetzgeber entsprechenden ausdrücklichen Vorbehalten, mit denen das europäische *Richtlinienrecht* auf die Presse- und Medienfreiheit Rücksicht nimmt: Die EG-Marktmißbrauchsrichtlinie¹ steht gemäß ihrem Erwägungsgrund 44 „im Einklang mit den Grundrechten und Grundsätzen, die insbesondere mit der Charta der Grundrechte der Europäischen Union, insbesondere Artikel 11, sowie mit Artikel 10 der Europäischen Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten anerkannt wurden. Daher hindert sie die Mitgliedstaaten in keiner Weise daran, ihre verfassungsmäßigen Vorschriften über Pressefreiheit und Freiheit der Meinungsäußerung in den Medien anzuwenden.“ Sie trifft dazu im Tatbestand der „Marktmanipulation“ eine Sonderregelung für die Informationsverbreitung durch Journalisten, indem sie in Art. 1 Nr. 2 Buchst. c S. 2 auf deren berufsständische Regeln verweist. Das wiederholt sich in der Durchführungsrichtlinie.²

Die grundrechtlichen Maßgaben steuern das Kapitalmarktrecht, indem sie sich vorrangig im Wege *grundrechtskonformer Auslegung und Anwendung* des Kapitalmarktrechts zur Geltung bringen. Dabei sind die kapitalmarktrechtlichen Gebote und Verbote so auszulegen und anzuwenden, daß sie entweder nicht in die

1 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96 vom 12.04.2003, S. 16 ff.

2 Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22.12.2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABl. L 339 vom 24.12.2003, S. 73 ff.; Erwägungsgrund 11 und Art. 2 Abs. 4, Art. 3 Abs. 4, Art. 5 Abs. 5.

Kommunikationsgrundrechte eingreifen oder aber sich im Rahmen der Bedingungen für die verfassungsrechtliche Eingriffsrechtfertigung halten. Soweit dies mit den Mitteln juristischer Normauslegung und -anwendung nicht gelingt, ist das betreffende kapitalmarktrechtliche Gebot oder Verbot nichtig. Je nach dem hat Art. 5 GG gegenüber dem Kapitalmarktrecht auslegungsbestimmende oder derogative Wirkung.

Diese Wirkung hat Art. 5 GG auch gegenüber kapitalmarktrechtlichen Normen, die die genannten europarechtlichen Richtlinien umsetzen. Zwar haben diese kraft Art. 23 Abs. 1 GG gegenüber dem deutschen Recht grundsätzlich Anwendungsvorrang. Die genannten Richtlinien stellen ihre Regelungen aber, wie eben in den Erwägungsgründen gesehen, ausdrücklich unter die dem Art. 5 GG entsprechenden Maßgaben von Art. 10 EMRK und Art. 11 EU-GRC. Damit nehmen sie im Kollisionsfall den grundsätzlichen Anspruch des Europarechts auf Anwendungsvorrang zugunsten der Presse- und Medienfreiheit ausdrücklich zurück.

II. Systematik des Art. 5 Abs. 1–2 GG

Das in Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG gewährleistete *„Recht, seine Meinung in Wort, Schrift und Bild frei zu äußern und zu verbreiten“*, ist unabhängig von dem gewählten Kommunikationsmedium. Die Aufzählung von „Wort, Schrift und Bild“ bezeichnet ein prinzipiell offenes Spektrum an Kommunikationsformen. Der Schutzbereich ist nicht durch die Kommunikationsform bestimmt, sondern allein vom Interesse an der Meinungsäußerung.

Im Unterschied dazu knüpft der Schutzbereich der *Pressefreiheit* und der *„Freiheit der Berichterstattung durch Rundfunk und Film“* in Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG an die Kommunikationsmedien Presse, Rundfunk und Film an. Diese Aufzählung steht für alle Formen der Massenkommunikation. Sie ist nicht auf eine Typisierung der Massenmedien in Presse, Rundfunk und Film auf dem technischen Stand von 1949 fixiert. Die grundrechtliche Schutzfunktion des Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG erfordert vielmehr eine Auslegung, die den Schutzbereich für die Entwicklung der Kommunikationstechnik offenhält. Damit ist der Schutzbereich auch unabhängig von den einfachgesetzlichen Abgrenzungen zwischen „Presse“ (im Sinne der Pressegesetze), „Rundfunk“ (im Sinne des § 2 Abs. 1 S. 1–2 RStV) und etwa „Telemedien“ (im Sinne des § 2 Abs. 1 S. 3 RStV und § 1 Telemediengesetz). Den alle Massenmedien umfassenden Schutzbereich des Art. 5

Abs. 1 S. 2 GG kann man mit dem Schlagwort der „*Medienfreiheit*“ bezeichnen. Ihr Gewährleistungsgehalt läßt sich in einer entwicklungsoffenen Ausprägung der Presse- und der Rundfunkfreiheit fassen; der Formulierung eines darüber hinausgehenden Gewährleistungsgehalts bedarf es nicht.³

Die Medienfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG schützt die *spezifischen Funktionsbedingungen der Massenkommunikation*.⁴ Dieser Schutz steht zu dem der Meinungsäußerungsfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG nicht im Verhältnis einer sie verdrängenden *lex specialis*.⁵ Vielmehr bleibt das Interesse an der Meinungsäußerung auch dann, wenn es sich über Massenmedien betätigt, von Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG geschützt.⁶

Der *grundrechtliche Maßstab für die kapitalmarktrechtlichen Kommunikationsbeschränkungen* ist somit stets allgemein die *Meinungsäußerungsfreiheit* nach Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG. Es wäre deshalb zu eng, sie allein an der Pressefreiheit oder sonstigen Medienfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG zu messen. Der Maßstab der *Medienfreiheit* nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG interessiert insoweit, als es um spezifische Funktionsbedingungen der Massenkommunikation in Presse, Rundfunk, Internet oder anderen Formen geht.

Die *Informationsfreiheit* gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 1 a. E. GG schützt das Recht, „sich aus allgemein zugänglichen Quellen ungehindert zu unterrichten“. Dieses Recht setzt eine „allgemein zugängliche Quelle“ voraus. Es schützt nicht das Interesse daran, daß eine Quelle allgemein zugänglich gemacht wird.⁷ Demnach greifen Normen, welche die Veröffentlichung bisher nicht öffentlicher Informationen beschränken, nicht in die Informationsfreiheit ein. Die Informationsfreiheit gehört somit auch nicht zu den grundrechtlichen Maßstäben entsprechender kapitalmarktrechtlicher Beschränkungen der Öffentlichkeit von Insiderinformationen.

3 Christoph Degenhart, in: Bonner Kommentar zum Grundgesetz, hg. von Rudolf Dolzer/Klaus Vogel, Losebl., 1950 ff., Art. 5, 2006 (88.–123. Aktualisierung), Rn. 20 m. w. N.

4 Franz Schemmer, in: Volker Epping/Christian Hillgruber (Hrsg.), Online-Kommentar zum Grundgesetz, Edition 4, Stand 15.07.2009, Art. 5 I–II GG Rn. 56: Art. 5 I 2 GG gewährleistet die „massenkommunikative Vermittlungsleistung“.

5 Für die Pressefreiheit: BVerfGE 10, 118 (121): „mehr als nur ein Unterfall der Meinungsfreiheit“; Degenhart (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 10 f.

6 BVerfGE 85, 1 (11–13); 95, 28 (34); 97, 391 (400); Schemmer (o. Fn. 4), Art. 5 I–II Rn. 56.

7 Helmuth Schulze-Fielitz, in: Horst Dreier (Hrsg.), Grundgesetz – Kommentar, 2. Aufl., Band I, 2004, Art. 5 Rn. 78 f.

Die verfassungsrechtliche Rechtfertigung von Eingriffen in die Schutzbereiche gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 1–2 GG bemißt sich nach der *Schrankenregelung in Art. 5 Abs. 2 GG*. Für die kapitalmarktrechtlichen Kommunikationsbeschränkungen ist allein die Schranke der „allgemeinen Gesetze“ von Belang. Die Qualifikation dieses Gesetzesvorbehalts schließt ein gegen bestimmte Kommunikationsinhalte um ihres Aussagegehalts willen gerichtetes „Sonderrecht“ aus⁸. Außerdem nicht gerechtfertigt ist eine Beschränkung zugunsten von Schrankengütern, denen gegenüber sich das durch Art. 5 Abs. 1 S. 1–2 GG geschützte Interesse generell oder im Einzelfall als vorrangig erweist. Die damit der Auslegung und Anwendung aufgebene „Güterabwägung“ qualifiziert die Verhältnismäßigkeitsprüfung durch eine „Wechselwirkung“ zwischen Grundrechtsschutz und Grundrechtsschranke.⁹

Das *Zensurverbot* in Art. 5 Abs. 1 S. 3 GG ist aus systematischen Gründen nicht als ein weiterer Schutzbereich zu verstehen, sondern als Eingriffsschranke („Schranken-Schranke“)¹⁰: Eingriffe in die Schutzbereiche gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 1–2 GG, welche als „Zensur“ zu qualifizieren sind, sind einer verfassungsrechtlichen Rechtfertigung prinzipiell entzogen.

B. Unternehmensberichterstattung im Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 GG

I. Unternehmensberichterstattung und Meinungsäußerungsfreiheit (Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG)

Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt die Unternehmensberichterstattung sowohl in dem Interesse, im Sinne einer Beurteilung und Stellungnahme „*Meinungen*“ kundzutun, als auch in dem Interesse, *Tatsachen* mitzuteilen. Der Schutz von Tatsachenmitteilungen setzt voraus, daß sie zumindest mittelbar zur Meinungsbildung beizutragen geeignet sind;¹¹ das trifft auf die Mitteilung kapitalmarktrelevanter

8 BVerfGE 7, 198 (209 f.); 71, 206 (214); 95, 220 (235 f.).

9 BVerfGE 7, 198 (208 f., 210 f.); 71, 206 (214); deutlicher zwischen der „Allgemeinheit“ des Gesetzes und der Güterabwägung differenzierend *Christian Starck*, in: Hermann von Mangoldt (Begr.)/Friedrich Klein/Christian Starck (Hrsg.), Kommentar zum Grundgesetz, 5. Aufl., Band I, 2005, Art. 5 Rn. 194, 201.

10 BVerfGE 33, 52 (53, 72); *Starck* (o. Fn. 9), Art. 5 Rn. 173.

11 BVerfGE 61, 1 (8 f.); 85, 1 (15); *Degenhart* (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 103–107.

Tatsachen zu. Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt die Äußerung *in jeder Form und aus jedem Beweggrund*, einschließlich kommerzielle Motive.¹²

Aus dem Schutzbereich *ausgeschlossen* ist die unrichtige Tatsachenbehauptung, deren Unrichtigkeit sich der Grundrechtsträger bewußt ist,¹³ also die *Lüge*. Aus dem Schutzbereich ausgeschlossen ist außerdem die erwiesenen unrichtige Tatsachenbehauptung, deren Unrichtigkeit sich der Grundrechtsträger zwar nicht bewußt ist, aber hätte bewußt sein müssen, also die *leichtfertige Falschmeldung*.¹⁴ Die stufenlose Skala der gebotenen Sorgfalt im Umgang mit der Ungewißheit über Tatsachen führt in die Schutzbereichsabgrenzung das Merkmal der Wahrhaftigkeit ein, also des Bemühens um die Richtigkeit der Tatsachenbehauptung.¹⁵

Träger des Grundrechts aus Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG ist jede natürliche Person. Eine Unterscheidung nach dem Berufsstand des „Journalisten“ macht für Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG keinen Unterschied. Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG ist im Sinne des Art. 19 Abs. 3 GG seinem Wesen nach auch auf juristische Personen anwendbar.¹⁶

Daraus ergibt sich für die *Subsumtion der Unternehmensberichterstattung* unter den Schutzbereich der Meinungsäußerungsfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG:

Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt das Interesse daran, „einem anderen eine Insiderinformation [...] mitzuteilen oder zugänglich zu machen“ (§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG).

Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt nicht das Interesse daran, „unrichtige oder irreführende Angaben [...] zu machen“ (§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG), sofern die Unrichtigkeit oder der irreführende Charakter dieser Angaben demjenigen, der sie macht, bewußt sind. Sofern die Angaben zwar objektiv unrichtig oder irrefüh-

12 BVerfGE 30, 336 (352); Degenhart (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 102.

13 BVerfGE 12, 113 (130); 54, 208 (219); 61, 1 (8); 85, 1 (15); 90, 241 (247); 99, 185 (197); Degenhart (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 108–110; Herbert Bethge, in: Michael Sachs (Hrsg.), Grundgesetz. Kommentar, 5. Aufl. 2009, Art. 5 Rn. 28.

14 BVerfGE 12, 113 (130); 54, 208 (219 f.); im Ergebnis auch Degenhart (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 111; a. A. Schulze-Fielitz (o. Fn. 7), Art. 5 Rn. 65 f. m. w. N.

15 Lars Rhode, Publizistische Sorgfalt und redaktionelle Rechtspflichten. Eine Inhalts- und Strukturanalyse unter Einbezug der neuen Medien, 2004, S. 14 f., 39–41; Erich Steffen, § 6 LPG: Sorgfaltspflicht der Presse, in: Martin Löffler (Begr.)/Klaus Sedelmeier/Emanuel H. Burkhardt (Hrsg.), Presserecht. Kommentar zu den deutschen Landespressesetzen mit systematischen Darstellungen, 5. Aufl. 2006, S. 232–454, Rn. 52, 160.

16 BVerfGE 80, 124 (131); Degenhart (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 168; Schulze-Fielitz (o. Fn. 7), Art. 5 Rn. 116.

rend sind, aber aus einer Haltung der Wahrhaftigkeit heraus so gemacht worden sind, unterfallen sie hingegen dem Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG.

Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt das Interesse daran, Finanzanalysen zu erstellen, weiterzugeben und öffentlich zu verbreiten (§ 34b Abs. 1–2 WpHG). Das gilt sowohl in Bezug auf ihren Tatsachenanteil mit einer „Information über Finanzinstrumente oder deren Emittenten“ als auch in Bezug auf ihren Meinungsanteil mit einer direkten oder indirekten „Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung“. Auf diesen grundrechtlichen Schutz können sich jeweils alle Normadressaten berufen, unabhängig davon, ob die Finanzanalyse in den „Rahmen ihrer Berufs- oder Geschäftstätigkeit“ eingebunden ist oder nicht.

Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG schützt schließlich auch das („negative“¹⁷) Interesse daran, die Identität der verantwortlichen Person und mögliche Gründe für Interessenkonflikte nicht offenzulegen (§ 34b Abs. 1 S. 2 Nr. 1–2 WpHG).

II. Unternehmensberichterstattung und Freiheit der Massenmedien (Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG)

Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG schützt die Unternehmensberichterstattung durch Massenmedien in ihren *spezifischen Funktionsbedingungen*, unabhängig von ihrer Verbreitungstechnik und ihrer einfachgesetzlichen Differenzierung in „Presse“, „Rundfunk“ oder anderes. Der Schutz erstreckt sich auf alle Funktionsbeiträge „von der Beschaffung der Information bis zur Verbreitung der Nachricht und der Meinung“¹⁸. Er umfaßt unter anderem die Freiheit der Recherche¹⁹, das Redaktionsgeheimnis im Sinne der Wahrung der Anonymität von Quellen²⁰ und im Sinne der Vertraulichkeit der redaktionsinternen Kommunikation²¹ sowie die Freiheit der arbeitsteiligen Organisation von Berichterstattung und Meinungsbildung.

Als eine der *kollektiven* Dimensionen der Medienfreiheit läßt sich ein Schutz der Selbstkoordination im Freiheitsgebrauch formulieren. Diese kollektive Di-

17 Hierzu Bodo Pieroth/Bernhard Schlink, Grundrechte – Staatsrecht II, 24. Aufl. 2008, Rn. 559.

18 BVerfGE 10, 118 (121).

19 BVerfGE 50, 234 (240); 91, 125 (134); 103, 44 (59); 119, 309 (318 f.).

20 BVerfGE 20, 162 (176, 187); 36, 193 (204); 95, 28 (36); 107, 299 (329 f.); 117, 244 (259).

21 BVerfGE 66, 116 (133 f.); 77, 65 (75); 95, 220 (238); 100, 313 (365).

mension setzt sich in einer *korporativen* Dimension fort, kraft derer die zum koordinierten Freiheitsgebrauch organisierten Handlungseinheiten selbst als Grundrechtsträger ein Interesse an Selbstregulierung und Selbstkontrolle mittels berufsständischer Standards und Organisation geltend machen können. Vorbilder hierfür finden sich in der Verbandsautonomie als korporative Ausprägung der Privatautonomie²² oder im Selbstbestimmungsrecht der Religionsgemeinschaften als korporative Ausprägung der Religionsfreiheit.²³ Eine Medienautonomie als korporative Ausprägung des Grundrechts aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG kann das grundrechtliche Gebot begründen, vor (wenn auch nicht anstelle) staatlicher Regulierung und Kontrolle Gelegenheit zur berufsständischen Selbstregulierung und Selbstkontrolle zu geben.

Träger des Grundrechts aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG ist jeder, der an den spezifischen Funktionsbedingungen der Massenkommunikation teilhat.²⁴ Für natürliche Personen setzt dies typischerweise eine Eingliederung in die arbeitsteilige Organisation des Mediums voraus, wie sie den Typus des „*Journalisten*“ prägt.

C. Vereinbarkeit der kapitalmarktrechtlichen Regelungen über die Unternehmensberichterstattung mit Art. 5 GG: Eingriffscharakter und verfassungsrechtliche Rechtfertigung

I. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG und Unternehmensberichterstattung

1. Die Eingriffsreichweite des gesetzlichen Verbots unbefugter Mitteilungen

§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verbietet es, „einem anderen eine Insiderinformation [...] mitzuteilen oder zugänglich zu machen“. Mit der Rechtsfolge „Es ist verbo-

22 Mit der Abgrenzung von einer „abstrakten“ Verbandsautonomie aus Art. 9 Abs. 1 GG wird die Verbandsautonomie mittelbar an die korporative Dimension des mit dem Verbandszweck thematisch angesprochenen Grundrechts verwiesen; siehe zu dieser Abgrenzung beispielsweise *Michael Kemper*, in: von Mangoldt/Klein/Starck, GG (o. Fn. 9), Art. 9 Rn. 41, 43, 46 f., 53 m. w. N.

23 BVerfGE 53, 366 (401); 70, 138 (164); 72, 278 (289); *Michael Germann*, in: Epping/Hillgruber, GG (o. Fn. 4), Art. 4 GG Rn. 22, 29, 35; Art. 140 GG Rn. 31–32.

24 *Degenhart* (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 484, 712.

ten“ regelt diese Vorschrift einen klassischen *Eingriff*²⁵ in das von Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG geschützte Kommunikationsinteresse.

Die Adressaten des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG sind sämtlich Träger des Grundrechts aus Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG. Seit sich das Verbot anders als bis 2004 der § 14 WpHG a. F. nicht mehr nur gegen „Primärinsider“ richtet,²⁶ bindet es typischerweise auch Journalisten.²⁷ Ihre Unterscheidung von Primärinsidern spielt nur auf der Sanktionsebene noch eine Rolle, indem ein Verstoß durch einen Primärinsider gemäß § 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG eine Straftat ist²⁸, ein Verstoß durch Sekundärinsider gemäß § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG hingegen eine Ordnungswidrigkeit.

Das einschränkende Tatbestandsmerkmal „unbefugt“ *verschont* von diesem Eingriff jede „befugte“ Mitteilung. Das betrifft jedenfalls alle Mitteilungen, die nach den Kriterien des Kapitalmarktrechts selbst als „befugt“ gelten. Insbesondere sind alle nach dem WpHG oder nach anderweitigen gesetzlichen Regelungen gebotenen Mitteilungen „befugt“.²⁹

Die *Unternehmensberichterstattung* durch die Presse und andere Massenmedien folgt keiner solchen Pflicht. Die in den Landespressegesetzen (zum Beispiel in § 3 PresseG LSA) formulierte „öffentliche Aufgabe“ zur Berichterstattung markiert nur das öffentliche Interesse an der Tätigkeit der freien Presse;³⁰ sie hat mit einer gesetzlichen Pflicht zur Weitergabe von Informationen prinzipiell nichts zu tun.

25 *Pieroth/Schlink* (o. Fn. 17), Rn. 238, 246.

26 *Heinz-Dieter Assmann*, in: ders./Uwe H. Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 2.

27 *Christian Schröder*, Handbuch Kapitalmarktrecht, 2007, Rn. 273–275.

28 Zum Streit darüber, ob ein Journalist nach eigenen Recherchen oder nach Mitteilungen durch einen Insider „auf Grund seines Berufs oder seiner Tätigkeit oder seiner Aufgabe bestimmungsgemäß“ über eine Insiderinformation verfügt im Sinne des § 38 Abs. 1 Nr. 2 Buchst. c WpHG siehe *Joachim Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 38 Rn. 31. Primärinsider nach § 38 Abs. 1 Nr. 2 Buchst. d WpHG kann ein Journalist sein, wenn er die Insiderinformation durch eine strafbare Recherchemethode erlangt hat.

29 *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 80 f.; *Eberhard Schwark*, in: ders. (Hrsg.), Kapitalmarktrechts-Kommentar, 3. Aufl., 2004, § 14 Rn. 39; *Rainer Süßmann*, Die befugte Weitergabe von Insidertatsachen, AG 1999, 162–173 (164).

30 Zur Bedeutung der Rede von einer „öffentlichen Aufgabe“ der Presse siehe nur etwa: *Martin Bullinger*, § 3 LPG: Öffentliche Aufgaben der Presse, in: Löffler/Sedelmeier/Burkhardt, Presserecht (o. Fn. 15), S. 153–171; *Starck* (o. Fn. 9), Art. 5 Rn. 74–76 m. w. N.

Dessen unbeschadet ist es bedenkenswert, daß die Unternehmensberichterstattung auf die *Öffentlichkeit* zielt und *Transparenz* herstellt. Diese Wirkung konvergiert mit dem Gesetzeszweck des Mitteilungsverbots in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG: Das Mitteilungsverbot dient nicht dem Geheimnisschutz, sondern dem Schutz des Kapitalmarkts vor Intransparenz und Informationsungleichheit.³¹ Die Herstellung der Öffentlichkeit beendet den Charakter einer Information als eine „Information über nicht öffentlich bekannte Umstände“ und damit als „Insiderinformation“ gemäß § 13 Abs. 1 WpHG.³² „Öffentlichkeit“ im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG ist dabei als „Bereichsöffentlichkeit“ zu verstehen.³³ Danach ist zur Herstellung der Öffentlichkeit nicht mehr, aber auch nicht weniger erforderlich, als daß eine unbestimmte Anzahl von Personen aus dem Kreis der professionellen Marktteilnehmer Kenntnis nehmen kann.³⁴ Das kapitalmarktrechtliche Interesse an der gleichmäßigen Information der Bereichsöffentlichkeit legt es nahe, die Mitteilung von Tatsachen an die Bereichsöffentlichkeit stets als „befugt“ anzusehen.³⁵ Danach wäre die Unternehmensberichterstattung von vornhe-

31 *Karl-Burkhard Caspari*, Die geplante Insiderregelung in der Praxis, ZGR 1994, 530–546 (532 f.).

32 *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 13 Rn. 31.

33 *Heinz-Dieter Assmann*, Das künftige deutsche Insiderrecht (II), AG 1994, 237–258 (241 f.); ders., in: WpHG (o. Fn. 26), § 13 Rn. 34 f.; *Caspari* (o. Fn. 31), ZGR 1994, 539; *Christian Pawlik*, in: Heribert Hirte/Thomas M. J. Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 13 Rn. 28 f.; *Rolf Sethe*, Insiderrecht (§ 12), in: Heinz-Dieter Assmann/Rolf A. Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, S. 587–652, Rn. 40 f.

34 *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 13 Rn. 35, 38 f.; *Petra R. Mennicke/Niko Jakovou*, in: Andreas Fuchs (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Kommentar, 2009, § 13 Rn. 82 f., 88 f.; *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 13 Rn. 28 f.

35 So *Caspari* (o. Fn. 31), ZGR 1994, 538; *Hans Eichele*, Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider, WM 1997, 501–509 (508); *Volker Lücker*, Der Straftatbestand des Mißbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 1998, S. 174 f.; *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 14 Rn. 55; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (o. Fn. 27), Rn. 295; ders., Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? – Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465–469 (466 f.). Nach *Petra R. Mennicke*, in: Fuchs, WpHG (o. Fn. 34), § 14 Rn. 266, ist schon die Weitergabe an die Medien – folglich erst recht die Weitergabe durch die Medien – befugt, „wenn sie im Interesse einer sachlichen Berichterstattung über das Unternehmen und zum Zweck der zeitnahen Veröffentlichung in Form der Bereichsöffentlichkeit oder einer Massenpublikation erfolgt“. Nach dieser Ansicht kommt es allein auf den „öffentlichkeitswirksamen Informationserfolg“ an, Rn. 221 f., 270–275. Ebenso im Ergebnis *Sven H. Schneider*, Die Weitergabe von Insiderinformationen – Zum normativen Verhältnis der verschiedenen For-

rein vom Mitteilungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG und dem damit verbundenen Grundrechtseingriff verschont.³⁶ Hierbei sind aber die spezifischen kapitalmarktrechtlichen Anforderungen an die Herstellung von Bereichsöffentlichkeit zu beachten: § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV³⁷ bindet die Veröffentlichung von Insiderinformationen durch den Emittenten an bestimmte Formen, die faktisch eben dem Emittenten vorbehalten sind.³⁸ Spätestens seit der Konkretisierung dieser Veröffentlichungsformen in der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung von 2004³⁹ ist nicht mehr nur die Erfüllung der Publikationspflichten durch die Emittenten an diese Formen gebunden,

men der Informationsweitergabe, NZG 2005, 702–707 (703 f., 707). Hiergegen sogleich bei Fn. 40.

- 36 Das ist anscheinend die Prämisse der „Journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“ (beschlossen vom Plenum des *Deutschen Presserats* am 2.3.2006, abgedruckt als Anhang I dieses Buches): „I. Pressefreiheit, Art. 5 Abs. 1 Grundgesetz. Verbote, Insiderinformationen zu verwenden, dürfen grundsätzlich nicht die journalistische Freiheit einschränken. Insiderinformationen dürfen im Rahmen der allgemein geltenden publizistischen Grundsätze journalistisch verwendet, insbesondere in der Presse veröffentlicht werden. Das gleiche gilt für weitere Informationen, die Wertpapierkurse beeinflussen können.“ – „II. Gesetzliche Regelungen – 1. Verbot nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Insiderinformationen geschäftlich (im Gegensatz zu: journalistisch) zu nutzen, § 14 WpHG“ – „[...] Die noch nicht bekanntgemachte Vorausinformation fällt [...] unter die voranstehend aufgeführten Verbote. Sie darf also nicht geschäftlich, wohl aber journalistisch verwertet werden. Von dem Augenblick an, in dem die Information journalistisch bekannt gemacht worden ist, handelt es sich nicht mehr um eine Insiderinformation.“ „§ 14 WpHG bezieht sich damit auch auf [...] Journalisten. Für sie bestimmt er: [...] b) Übermittlung von Insiderinformationen ohne Presseveröffentlichung. [...] Journalisten dürfen Insiderinformationen grundsätzlich nicht einem anderen mitteilen oder zugänglich machen. Gemeint ist damit jedoch nicht die journalistische Veröffentlichung der Insiderinformation, die gerade zu den Aufgaben des Journalisten gehört und zulässig ist. c) Empfehlungen oder sonstige Verleitung. Genauso wenig dürfen [...] Journalisten aufgrund ihrer Insiderkenntnisse – außerhalb journalistischer Publikationen – einem anderen empfehlen, Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern oder jemanden sonst dazu verleiten. Die journalistische Tätigkeit ist jedoch selbstverständlich nicht untersagt. Empfehlungen dürfen also – auch nach dem neuen Wertpapierhandelsgesetz – journalistisch veröffentlicht werden.“
- 37 Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung vom 13.12.2004, BGBl. I S. 3376, geändert am 05.01.2007, BGBl. I S. 10.
- 38 Vgl. *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 15 Rn. 40: „Das Gesetz erlaubt keine freiwillige Ad-hoc-Publizität, d. h. eine Ad-hoc-Mitteilung darf nur veröffentlicht werden, wenn einer der [in § 15 I WpHG genannten] Veröffentlichungstatbestände erfüllt ist und eine Pflicht zur Veröffentlichung der Insiderinformation besteht.“
- 39 Siehe eben in Fn. 37.

sondern jede befugte Herstellung der Bereichsöffentlichkeit.⁴⁰ Wenn nun also § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV die befugte Herstellung der Bereichsöffentlichkeit an Modalitäten bindet, die er den Journalisten zugleich verschließt, dann bleibt die Veröffentlichung einer Insiderinformation durch die Presse, obwohl sie der Information im selben Moment ihre Eigenschaft als Insiderinformation nimmt, nach diesem (gesetzesimmanenten) Maßstab notwendig „unbefugt“.⁴¹

Diesseits solcher Ansätze soll die Unterscheidung zwischen „unbefugter“ und „befugter“ Weitergabe nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG von einer „*Abwägung zwischen den Zielen des Insiderrechts und den Funktionserfordernissen rechtlicher und wirtschaftlicher Institutionen*“ abhängen.⁴² Auf eine solche Abwägung führt auch die dem § 3 Buchst. a der Marktmissbrauchsrichtlinie⁴³ entnommene Formel, wonach eine Weitergabe „im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben“ erlaubt bleibt. Sie ist vom Europäischen Gerichtshof zwar dahin verschärft ausgelegt worden, daß die Weitergabe nur dann in diesem Sinne gerechtfertigt sei, „wenn sie für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufes oder für die Erfüllung einer Aufgabe unerlässlich ist und den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet“.⁴⁴ Dabei scheinen außerdem im wesentlichen die Interessen der Kommunikation des be-

40 Rolf Sethe, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243–257 (252 f.); ders., Insiderrecht (o. Fn. 33), Rn. 91 f., 108. – Aus der Literatur zur früheren Rechtslage, die für die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit auch andere Wege zuließ, siehe Assmann (o. Fn. 33), AG 1994, 247; Eichele (o. Fn. 35), WM 1997, 508; Schwark (o. Fn. 29), § 14 Rn. 43 f.; Süßmann (o. Fn. 29), AG 1999, 166 f. – Anders Schneider (o. Fn. 35), NZG 2005, 703 f., 707; noch etwas anders Christian Büche, Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität als Baustein eines integeren Finanzmarkts. Die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie und ihre Umsetzung in § 15 WpHG, 2005, S. 188–190: Das Merkmal „nicht öffentlich bekannt“ sei für die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität enger auszulegen als für die Insiderverbote; daraus folgt, daß die Pflicht zur Veröffentlichung nach § 15 WpHG unberührt bleibt von einer Herstellung der Bereichsöffentlichkeit in anderer Form. Mit dieser Unterscheidung wird allerdings ein gemeinsamer teleologischer Bezug beider Vorschriften auf einen einheitlichen Zweck der „Markttransparenz“ schwierig.

41 Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102, mit dem erforderlichen, mit dieser jüngsten Auflage in Rn. 102 a. E. etwas verstärkten Vorbehalt anderweitiger Gründe für eine „befugte“ Veröffentlichung.

42 Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 73, 79.

43 Siehe oben Fn. 1.

44 EuGH, Urteil vom 22.11.2005 – Rs. C-384/02 – „Grøngaard und Bang“, Rn. 34. Kritisch dazu Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 74 m. w. N.

troffenen Unternehmens selbst im Blick zu sein.⁴⁵ Soweit aber den Zielen des Insiderrechts die Interessen an einer journalistischen Unternehmensberichterstattung gegenüberstehen, wird die Abwägung maßgeblich durch den grundrechtlichen Schutz dieser journalistischen Interessen und seine Schranken geprägt:

2. Die „Befugnis“ zur Mitteilung als Ansatz zur grundrechtskonformen Begrenzung des Mitteilungsverbots

Über die einfachgesetzlich begründeten Fälle befugter Mitteilungen hinaus ist das Merkmal „unbefugt“ ein Ansatzpunkt für die gebotene *grundrechtskonforme Auslegung* des Mitteilungsverbots. Danach muß allerdings keineswegs jede Mitteilung nur deshalb schon als „befugt“ angesehen werden, weil sie in den Schutzbereich des Grundrechts aus Art. 5 Abs. 1 GG fällt.⁴⁶ Vielmehr bestimmen sich die grundrechtsgebotenen Einschränkungen des Verbotstatbestands nach den Kriterien für die verfassungsrechtliche Rechtfertigung von Eingriffen.⁴⁷ „Befugt“ ist demnach jede Mitteilung, deren Verbot nicht verfassungsrechtlich gerechtfertigt wäre. Für solche Mitteilungen vermeidet das einschränkende Tatbestandsmerkmal „unbefugt“ den Grundrechtseingriff.

Das Gebot grundrechtskonformer Auslegung macht keine Vorgaben dafür, ob das Merkmal „unbefugt“ in die *strafrechtsdogmatischen* Kategorien der Tatbestandsmäßigkeit⁴⁸ oder der Rechtswidrigkeit einzuordnen ist. Für den Grundrechtseingriff, den ein strafrechtlich bewehrtes Verbot bewirkt, kommt es nicht entscheidend auf die gesetzliche Umschreibung des Straftatbestands allein an. Die Eingriffswirkung folgt erst aus dem durch den gesamten Unrechtstatbestand der „rechtswidrigen Tat“ umschriebenen Unrechtsurteil. Den grundrechtlichen

45 Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 74, 79, 89–101.

46 Es ist immer noch etwas zu überschlüssig, wenn man gegenüber dem Verbot einer Weitergabe, die der Information durch Veröffentlichung den Charakter der Insiderinformation nimmt, in einer generalisierten Güterabwägung „dem überragenden Gesichtspunkt der Pressefreiheit“ einen unbedingten Vorrang einräumt; so *Süßmann* (o. Fn. 29), AG 1999, 167; ähnlich sogar für Veröffentlichungen in der Regionalpresse, die die Bereichsöffentlichkeit nicht erreichen, *Matthias Cloppenburg/Dominik Kruse*, Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten, WM 2007, 1109–1115 (1114 f.); *Eichele* (o. Fn. 35), WM 1997, 508 f.; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktrecht (o. Fn. 27), Rn. 296 f.; *ders.* (o. Fn. 35), NJW 2009, 467.

47 In diesem Sinne auch *Cloppenburg/Kruse* (o. Fn. 46), WM 2007, 1111; *Schwark* (o. Fn. 29), § 14 Rn. 44.

48 Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 72 m. w. N.; *Caspari* (o. Fn. 31), ZGR 1994, 545; *Cloppenburg/Kruse* (o. Fn. 46), WM 2007, 1110; *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 14 Rn. 44; *Sethe*, Insiderrecht (o. Fn. 33), Rn. 99.

Anforderungen wäre daher auch dann genügt, wenn das Strafrecht eine „befugte“ Mitteilung noch als tatbestandsmäßig wertete und in der Befugnis zur Mitteilung lediglich einen Rechtfertigungsgrund erkannte.

3. Bedingungen einer verfassungsrechtlichen Rechtfertigung des Mitteilungsverbots und seine grundrechtskonforme Auslegung

a) Abgrenzung von Zensur

Für die verfassungsrechtliche Rechtfertigung des Eingriffs in Art. 5 Abs. 1 S. 1–2 GG ist es zunächst angebracht, das Mitteilungsverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG von einer nach Art. 5 Abs. 1 S. 3 GG kategorisch verbotenen Zensur abzugrenzen. Aus systematischen Gründen läßt sich nicht jede Beschränkung der Kommunikationsfreiheit unter „Zensur“ subsumieren. Anerkannt ist die Beschränkung des Zensurverbots auf die sogenannte „Vorzensur“.⁴⁹ Als verbotene Vorzensur gilt nach der geläufigen Definition die Beschränkung einer Meinungsäußerung, welche vor deren Verbreitung eingreift.⁵⁰ Nach dieser Definition scheint Art. 5 Abs. 1 S. 3 GG jedes Veröffentlichungsverbot auszuschließen. Auch das Mitteilungsverbot in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG wäre danach von vornherein jeder verfassungsrechtlichen Rechtfertigung entzogen. Letztlich wäre jede gesetzliche Beschränkung von Meinungsäußerungen ausgeschlossen, weil sie ja ihre einschränkende Regelungswirkung aufgrund ihrer abstrakt-generellen Handlungsform notwendig „vor“ der konkreten Meinungsäußerung entfaltet. Das wiederum wäre angesichts des Art. 5 Abs. 2 GG systematisch sinnwidrig. Deshalb muß der Begriff der „Vorzensur“ noch weiter präzisiert werden. Hilfreich ist die Überlegung, daß das Zensurverbot die Möglichkeit schützt, sich wegen einer Äußerung verantwortlich zu machen.⁵¹ So zeichnet sich das für die verbotene Zensur paradigmatische Bild eines Verbots mit Erlaubnisvorbehalt⁵² dadurch aus, daß es jede Äußerung präventiv einem Kontroll- und Erlaubnisverfahren unterwirft, dadurch der Äußerung selbst zuvorkommt und die Verantwortlichkeit des Grundrechtsträgers abschneidet. Davon unterscheiden sich Normen, welche den materiellrechtlichen Maßstab für die Unzulässigkeit von Äußerungen

49 BVerfGE 33, 52 (71–73); 73, 118 (166); 83, 130 (155); 87, 209 (230); *Degenhart* (o. Fn. 3), Art. 5 Rn. 17, 918, 920; *Starck* (o. Fn. 9), Art. 5 Rn. 170, 172.

50 BVerfGE 33, 52 (72).

51 *Starck* (o. Fn. 9), Art. 5 Rn. 172: „Das Zensurverbot verlagert das Risiko einer Freiheitsäußerung i. S. des Art. 5 Abs. 1 auf den Sich-Äußernden.“

52 Beispielhaft für das typische Bild der Zensur genannt von BVerfGE 33, 52 (72).

und damit für eine Verantwortlichkeit des Grundrechtsträgers bestimmen: Sie lassen das „Risiko“ und damit die Freiheit eines Grundrechtsträgers, sich mit einer Äußerung insoweit verantwortlich zu machen, beim Grundrechtsträger. Das gilt auch für das Mitteilungsverbot in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG.⁵³ Seine verfassungsrechtliche Rechtfertigung ist demnach nicht durch das Zensurverbot in Art. 5 Abs. 1 S. 3 GG gesperrt.

b) Unverhältnismäßigkeit eines unbedingten Veröffentlichungsverbots

Nach Art. 5 Abs. 2 GG setzt die verfassungsrechtliche Rechtfertigung des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG voraus, daß er ein „*allgemeines Gesetz*“ ist.

Zum einen darf er nach der oben wiedergegebenen Auslegung dieses qualifizierten Gesetzesvorbehalts kein gegen bestimmte Aussagegehalte gerichtetes „Sonderrecht“ sein. Der Tatbestand der „Insiderinformation“ gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 i. V. m. § 13 Abs. 1 WpHG verweist nicht auf einen bestimmten Aussagegehalt, sondern auf die abstrakte Marktrelevanz der Kenntnis über nicht öffentlich bekannte Umstände. Er bildet somit *kein* „Sonderrecht“ im genannten Sinn.

Für die zum anderen den Vorbehalt des „allgemeinen Gesetzes“ bestimmende *Güterabwägung* sind als Schrankengüter des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und – mittelbar – der Anlegerschutz zu nennen⁵⁴. Beide haben als Gegenstand der objektiven Schutzpflicht aus Art. 14 Abs. 1 GG Verfassungsrang. Sie rechtfertigen die Beschränkung des grundrechtlichen Interesses an der Kommunikation nur, soweit das Mitteilungsverbot in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zur Verwirklichung seiner Zwecke geeignet, erforderlich und angemessen ist.

§ 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG wirkt der ungleichzeitigen Verteilung marktrelevanter Informationen unter den Teilnehmern am Kapitalmarkt entgegen. Insoweit trägt er dazu bei, daß die Marktteilnehmer zu gleichen Wettbewerbsbedingungen

53 Zumindest deshalb überzeugt es nicht, als Argument gegen die Befugnis von Journalisten zur Veröffentlichung ihren Schutz „vor möglichen rechtlichen (insbesondere schadensersatzrechtlichen) Folgen ihres Handelns“ anzuführen; so aber *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102. Hiergegen unter dem Gesichtspunkt des Normzwecks auch *Cloppenburg/Kruse* (o. Fn. 46), WM 2007, 1114.

54 *Assmann*, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 6 f., 10; *Pawlik*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 14 Rn. 2–7; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktsstrafrecht (o. Fn. 27), Rn. 109; *Sethe*, Insiderrecht (o. Fn. 33), Rn. 9.

handeln können. Damit ist er *geeignet*, die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und den Anlegerschutz zu befördern.

Erforderlich ist § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nur, wenn es kein gleich geeignetes milderes Mittel gibt. Der Informationsungleichheit unter den Teilnehmern am Kapitalmarkt kann nicht nur durch ein Verbot ungleichzeitiger Information, sondern auch durch ein Gebot gleichzeitiger Information entgegengewirkt werden. Die gesetzlichen Zwecke ließen sich also auch durch eine Regelung erfüllen, die eine *Mitteilung von Insiderinformationen unter der Bedingung einer ausreichenden Veröffentlichung* erlaubt. Gegenüber dem insoweit unbedingten (s. o. C I 1) Verbot der Mitteilung in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG stellt sich eine solche Regelung als ein *milderes Mittel* dar. Sie wäre zwar immer noch ein Eingriff in Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG, aber dieser Eingriff beträfe nur das Interesse an der „exklusiven“ Verbreitung von Information und wöge erheblich geringer als das völlige Verbot der Veröffentlichung.

Als ausreichend im Sinne gleicher Eignung kann eine Veröffentlichung anerkannt werden, sofern sie eben das Informationsgefälle beseitigt, das die Information zur Insiderinformation gemäß § 13 Abs. 1 WpHG qualifiziert, und damit den Zweck des Mitteilungsverbots gleichsam überholt. Dazu gehört jedenfalls, daß die Veröffentlichung die für § 13 Abs. 1 WpHG maßgebliche „Bereichsöffentlichkeit“ (s. o. C I 1) erreicht. Das Gesetz kann die ausreichende Veröffentlichung darüber hinaus an bestimmte Veröffentlichungsformen binden, die die Informationsgleichheit in der Bereichsöffentlichkeit sichern. Das macht die strenge Auffassung geltend, die eine befugte Veröffentlichung von Insiderinformationen ausschließlich nach den Vorschriften des § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV zuläßt⁵⁵. Indem das Gesetz die dort eröffneten Mitteilungswege aber den Emittenten vorbehält, weicht es gegenüber den übrigen Adressaten des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG nicht auf das mildeste Mittel zurück. Insoweit ist das Mitteilungsverbot in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG *nicht erforderlich*, es ist *unverhältnismäßig*.⁵⁶

Auf seine Angemessenheit kommt es nicht mehr an. Daher hängt die Unverhältnismäßigkeit nicht davon ab, ob ein „Informationsinteresse der Öffentlichkeit“ – etwa im Hinblick auf Korruptionsfälle oder Umweltstraftaten in einem

55 Siehe oben in Fn. 40.

56 Ebenso im Ergebnis Cloppenburg/Kruse (o. Fn. 46), WM 2007, 1114.

Unternehmen – für die Veröffentlichung streitet und ob der Journalist die Information von einem Insider erfahren oder investigativ sich selbst erarbeitet hat.⁵⁷

Es ist demnach die Erforderlichkeit, an der ein unbedingtes (nämlich ohne Rücksicht auf einen Informationserfolg in der Bereichsöffentlichkeit wirkendes) Verbot der Veröffentlichung einer Insiderinformation durch Medien scheitert. Mangels verfassungsrechtlicher Rechtfertigung verletzt es Art. 5 Abs. 1 GG.

- c) Verhältnismäßigkeit des Verbots einer Veröffentlichung, welche die Bereichsöffentlichkeit verfehlt

Der Gesetzgeber kann diesen Verfassungsverstoß beheben, indem er die „befugte“ Veröffentlichung von Insiderinformationen in einer dem Zweck des Gesetzes genügenden Form, etwa nach dem Vorbild des § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV, für alle Adressaten des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG zugänglich macht.⁵⁸ Bis dahin ist das Merkmal „unbefugt“ verfassungskonform dahin auszulegen und anzuwenden, daß jede Veröffentlichung einer Insiderinformation in der Bereichsöffentlichkeit als „befugt“ gilt.

Beschränkungen zugunsten anderweitiger Belange wie etwa des Geheimhaltungsinteresses des Betroffenen bleiben unberührt. Sie sind aber nicht vom Normzweck des kapitalmarktrechtlichen Weitergabeverbots erfaßt,⁵⁹ sondern richten sich nach anderen, insbesondere zivilrechtlichen Vorschriften⁶⁰. Sie vermögen daher eine Veröffentlichung nicht „unbefugt“ zu machen im Sinne des § 14 I Nr. 2 WpHG.⁶¹

57 Darauf stellt Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102 a. E. inzwischen ab.

58 Die Wirkungen einer solchen Veröffentlichung durch Dritte müssen nicht notwendig die Pflichten des Emittenten zur Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG hinfällig machen; hier wäre im Ergebnis die von Büche (o. Fn. 40), S. 188–190 vertretene Unterscheidung (s. o. in Fn. 40) unabhängig vom Begriff „öffentlich bekannt“ zu leisten. Der Gesetzgeber könnte das ausgestalten, indem er die Pflicht des Emittenten zur Ad-hoc-Publikation dann, wenn die betreffende Information zuvor von einem Dritten öffentlich bekannt gemacht wird, in eine Pflicht des Emittenten übergehen läßt, hierzu durch Bestätigung, Ergänzung, Korrektur oder Dementi in den Formen der Ad-hoc-Publikation Stellung zu nehmen.

59 Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 8.

60 Hierzu Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102, Fn. 2.

61 So aber Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102: Nur durch das Verbot einer Veröffentlichung von Insiderinformationen durch Dritte – insbesondere durch Journalisten – lasse sich „das Recht des Emittenten wahren, im Interesse des Unternehmens nach Maß-

Mit der hier herausgearbeiteten grundrechtskonformen Auslegung tritt das kapitalmarktrechtliche Interesse an einer *Informationsgleichheit in der Bereichsöffentlichkeit* nicht restlos hinter das Interesse an einer freien journalistischen Unternehmensberichterstattung zurück. Denn sie bindet die „befugte“ Unternehmensberichterstattung daran, daß sie die Bereichsöffentlichkeit erreicht. Dieser Bedingung genügt nicht jede Veröffentlichung, die sich lediglich an irgendeine unbestimmte Vielzahl von Personen richtet. Vielmehr muß die befugte Unternehmensberichterstattung einen Verbreitungsweg wählen, der Informationsgleichheit unter den professionellen Marktteilnehmern gewährleistet. Damit ist etwa ausgeschlossen, daß eine Veröffentlichung in der Lokalpresse als eine „befugte“ Mitteilung dem Verbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG entgeht.⁶²

Diese Bedingungen einer „befugten“ Veröffentlichung greifen – wie für eine entsprechende mildere gesetzliche Regelung eben gesagt – noch in die Kommunikationsfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG und (soweit sie die spezifischen Funktionsbedingungen etwa der Pressearbeit berühren) in die Presse- bzw. Medienfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG ein. Dieser Eingriff ist aber nicht unzumutbar, nicht unangemessen, somit nicht unverhältnismäßig.⁶³ Denn die genannte Bedingung ist auch für einen Lokaljournalisten erfüllbar: Er ist lediglich verpflichtet, die Insiderinformation zugleich mit ihrer Veröffentlichung in seiner Lokalzeitung auch über ein Medium der Bereichsöffentlichkeit weiterzugeben. Die *Beschränkung des Interesses an der „Exklusivität“* der Berichterstattung steht nicht außer Verhältnis zu dem Zweck der Informationsgleichheit auf dem Kapitalmarkt.

Geeignete Medien zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit sind nur solche, die sich faktisch als Standard-Informationsquelle der professionellen Marktteilnehmer etabliert haben. Das ist eine Voraussetzung, an der auch die Eignung der überregionalen Presse, eines Nachrichtendienstes oder eines Internetdienstes zu

gabe von § 15 Abs. 3 von der Veröffentlichung einer Insiderinformation Abstand nehmen zu dürfen“. Hiergegen überzeugend Schröder (o. Fn. 35), NJW 2009, 467.

62 In diese Richtung aber Eichele (o. Fn. 35), WM 1997, 509; hiergegen Assmann, in: WpHG (o. Fn. 26), § 14 Rn. 102 Fn. 3; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG (o. Fn. 34), § 14 Rn. 271; Pawlik, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 14 Rn. 55; Schwark (o. Fn. 29), § 14 Rn. 44; Süßmann (o. Fn. 29), AG 1999, 166. Den Überlegungen bei Eichele, a. a. O., zum Teil wörtlich folgend Cloppenburg/Kruse (o. Fn. 46), WM 2007, 1114 f. Mit ausführlicherer Argumentation jetzt Schröder (o. Fn. 35), NJW 2009, 466 f.

63 A. A. Cloppenburg/Kruse (o. Fn. 46), WM 2007, 1114 f.; Eichele (o. Fn. 35), WM 1997, 509; Schröder (o. Fn. 35), NJW 2009, 466 f.

messen ist. Die interessierten Medienunternehmen selbst können einen solchen Standard unterstützen, indem sie eine entsprechend ausgelegte, verlässliche und spezialisierte gemeinsame *Informationsplattform* einrichten, benutzen und propagieren. So wäre ein Analogon für die Publikationen nach dem Muster des § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV geschaffen, das die im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG „befugte“ Veröffentlichung von Insiderinformationen klar ausweist.

II. § 14 I Nr. 2 WpHG und die Kommunikation innerhalb einer Redaktion

1. Das Verbot der Weitergabe an „einen anderen“ als Eingriff in die Freiheit „interner“ Kommunikation

Im Vorfeld der eigentlichen Unternehmensberichterstattung in der Öffentlichkeit vollzieht sich in der journalistischen Recherche- und Redaktionsarbeit typischerweise ein *arbeitsteiliger Prozeß*. Die kollegiale Verantwortung journalistischer Arbeit in einer Redaktion dürfte zu den Mitteln ihrer Qualitätssicherung zu zählen sein. Sie setzt Kommunikation innerhalb der Redaktion voraus. Dabei wird ein Journalist seine Kollegen gegebenenfalls auch an Insiderinformationen teilhaben lassen müssen.

Die freie und ungehinderte Kommunikation innerhalb einer Redaktion gehört zu den *Funktionsbedingungen* professioneller Berichterstattung in den Massenmedien. Sie ist daher Gegenstand der Medienfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG unter dem Gesichtspunkt der Redaktionsfreiheit. Soweit § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG die Weitergabe von Informationen auch innerhalb einer Redaktion verbietet, greift er in den Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG ein.

Die Kommunikation innerhalb einer Redaktion kann so abgeschlossen sein, daß im Vorfeld einer Veröffentlichung nichts davon nach außen dringt. Soweit die Arbeitsweise der Redaktion eine Verbreitung von Insiderinformationen an Dritte hinreichend unwahrscheinlich macht, müssen Mitteilungen innerhalb der Redaktion nicht unbedingt als Weitergabe an „einen anderen“ im Sinne des Tatbestands des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG angesehen werden. Eine enge Auslegung dieses Tatbestandsmerkmals, nach welcher die Kommunikation innerhalb einer ausreichend abgeschlossenen organisatorischen Einheit nicht als Weitergabe an „einen anderen“ gälte, vermiede den beschriebenen Eingriff in das Grundrecht aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG. Hierfür gibt es ein Vorbild im Datenschutzrecht, das

für den Tatbestand des „Übermittels“ nach Informationssphären zwischen der „verantwortlichen Stelle“ und „Dritten“ unterscheidet: „Dritter ist jede Person oder Stelle außerhalb der verantwortlichen Stelle“ (§ 3 Abs. 8 S. 2 BDSG). Die Abgrenzung zwischen „innerhalb“ und „außerhalb“ muß und kann dort nach den Erfordernissen der Informationsflußkontrolle bestimmt werden, etwa nach Maßgabe besonderer Pflichten zur Geheimhaltung und anderer Vorkehrungen zur Gewährleistung der Vertraulichkeit personenbezogener Daten.⁶⁴ Doch bei aller Ähnlichkeit des Problems, die rechtfertigungsbedürftige „Weitergabe“ von Informationen von irrelevanter, da interner Kommunikation abzugrenzen, läßt sich die datenschutzrechtliche Lösung gleichwohl nicht ganz auf das kapitalmarktrechtliche Problem der Informationsflußkontrolle übertragen. Dem Datenschutzrecht geht es wesentlich darum, die Zweckbindung personenbezogener Daten zu sichern. Die Zwecke der Datenerhebung und -verarbeitung lassen sich institutionell den „verantwortlichen Stellen“ zurechnen. Die Kommunikation innerhalb einer verantwortlichen Stelle braucht tatbestandlich nicht als „Weitergabe“ erfaßt zu werden. Dem Kapitalmarktrecht geht es hingegen darum, die Gefahren marktrelevanter Informationsgefälle zu verhüten. Hierfür kommt es auf den einzelnen potentiellen Marktteilnehmer an. Das ist immerhin ein Grund dafür, bei § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG streng jede Kommunikation von Insiderinformationen zwischen natürlichen Personen als Weitergabe an „einen anderen“ anzusehen. Die Grenzen des Weitergabeverbots bestimmen sich auch im Hinblick auf eine interne Kommunikation also allein nach dem Merkmal der „unbefugten“ Weitergabe.

2. Die redaktionsinterne Kommunikation von Insiderinformationen als „befugte“ Weitergabe

Somit entscheidet sich an der Anwendung des Merkmals „unbefugt“, ob das Weitergabeverbot in die Redaktionsfreiheit eingreift. Stellt sich ein Verbot der Mitteilung von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion als unverhältnismäßiger Eingriff in Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG dar, gebietet es die grundrechtskon-

⁶⁴ Auf die rechtliche Selbständigkeit und auf den Bezug des Informationszugangs zur dienstlichen Funktion stellt *Ulrich Dammann*, in: Spiros Simitis (Hrsg.), Bundesdatenschutzgesetz, 6. Aufl. 2006, § 3 Rn. 230–242, ab.

forme Auslegung, die Weitergabe innerhalb einer Redaktion als „befugt“ im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG⁶⁵ von dem Verbot auszunehmen.

Die ungehinderte Kommunikation innerhalb einer Redaktion ist eine *elementare Bedingung für die Medienfreiheit*. Ohne sie könnten Redaktionen nicht einmal zu einer kollegial verantworteten Bewertung einer recherchierten oder zugetragenen Information kommen. Bereits für die Identifikation von Insiderinformationen in der Unternehmensberichterstattung wäre der einzelne Journalist auf sich allein gestellt. Das grundrechtliche Interesse an der Möglichkeit, innerhalb einer Redaktion auch Insiderinformationen auszutauschen und gemeinsam zu bewerten, hat daher hohes Gewicht.

Demgegenüber kann dem Zweck des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, die mit einer Vergrößerung des Kreises der Insider grundsätzlich wachsenden Gefahren für einen fairen Wettbewerb auf dem Kapitalmarkt zu verhüten, mit einer entsprechend strengen *Wahrung des Redaktionsgeheimnisses* weitgehend Rechnung getragen werden. Wenn das Redaktionsgeheimnis, wie gesehen, auch nicht dahin verallgemeinert werden kann, daß die Weitergabe innerhalb der Redaktion aus dem Tatbestand der Weitergabe an „einen anderen“ auszuschließen wäre, und wenn es zur Verwirklichung des Gesetzeszwecks auch nicht so vollkommen gleich geeignet sein mag, daß es als milderer Mittel schon die Erforderlichkeit des Weitergabeverbots in Frage stellte, so läßt es das *Weitergabeverbot innerhalb einer Redaktion* doch als *unangemessen* erscheinen: Der tiefe Eingriff in die Redaktionsfreiheit steht außer Verhältnis zu dem geringen, fast nur virtuellen Vorteil für den Schutz des Kapitalmarkts.

Im Ergebnis ist somit die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion unter der Bedingung, daß die zur Wahrung des Redaktionsgeheimnisses getroffenen Vorkehrungen eine Verbreitung der Insiderinformation nach außen wirksam verhüten und daß außerdem eine interne Kontrolle die Einhaltung der Insiderverbote durch die Redaktionsmitglieder sichert, eine „befugte“ *Weitergabe* und daher nicht nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verboten.⁶⁶

65 Zugleich als „normal“ für die Berufsausübung im Sinne des Vorbehalts gemäß § 3 Buchst. a der Marktmißbrauchsrichtlinie und als „unerlässlich“ im Sinne der Auslegung durch den *EuGH*; s. o. bei Fn. 43 und 44. Hierzu *Schröder* (o. Fn. 35), *NJW* 2009, 468.

66 Ähnlich *Schröder* (o. Fn. 35), *NJW* 2009, 468, der eine im Einzelfall ebenso erwägenswerte Unterscheidung zwischen einer Fachredaktion und einer ressortübergreifenden Redaktionskonferenz vorschlägt.

III. § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG und Unternehmensberichterstattung

1. „Wahrhaftigkeit“ der Berichterstattung als zugleich schutzbereichsbegründendes und eingriffsausschließendes Merkmal

§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG verbietet es, „unrichtige oder irreführende Angaben über Umstände zu machen, die für die Bewertung eines Finanzinstruments erheblich sind“, wenn die Angaben auf dessen Preis einzuwirken geeignet sind. Mit der Formulierung „Es ist verboten“ erfüllt auch § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG die Merkmale eines klassischen Grundrechtseingriffs⁶⁷. Den Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG betrifft er nur insoweit, als die betreffenden Angaben nicht bewußt „unrichtig“ oder „irreführend“ sind (s. o. B I).

In die Freiheit der Unternehmensberichterstattung nach Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG greift das Verbot also nur insoweit ein, als die berichteten Angaben sich als objektiv unrichtig oder irreführend⁶⁸ erweisen, subjektiv aber vom Journalisten nicht als unrichtig oder irreführend erkannt wurden. Die subjektiven Vorstellungen können von der irrümlichen Gewißheit bis hin zum bedingt vorsätzlichen Falschbericht reichen. Typisch dürfte ein *Bewußtsein von einem Rest Ungewißheit* über die Richtigkeit der Angaben sein, in der der Journalist nicht mehr als sein Bemühen um Wahrhaftigkeit zum Tragen bringen kann.⁶⁹

Der Tatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG unterscheidet nicht nach diesen subjektiven Vorstellungen. Die gesetzliche Sanktion eines Verstoßes hingegen, die die Tiefe des Eingriffs in Art. 5 Abs. 1 GG wesentlich bestimmt, trägt die Unterscheidung nach dem *subjektiven Tatbestand* nach: Strafbar nach § 38 Abs. 2 i. V. m. § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG ist nur der „vorsätzliche“ (übrigens durch einen Erfolg qualifizierte) Verstoß gegen § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG. Soweit der *Vorsatz* hinsichtlich der Unrichtigkeit die betreffende Äußerung aus dem Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG ausschließt, bleibt der genannte

⁶⁷ Siehe oben Fn. 25.

⁶⁸ Zu diesen Merkmalen etwa *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktrecht (o. Fn. 27), Rn. 389–392; *Joachim Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 60, 62 f.

⁶⁹ Zu den einzelnen Anforderungen an die allgemeine journalistische Sorgfalt *Rhode* (o. Fn. 15), S. 67–129, speziell für die Internet-Kommunikation S. 166–207; *Steffen* (o. Fn. 15), Rn. 161–180.

Straftatbestand insoweit eingriffslos.⁷⁰ Das gleiche gilt für den Ordnungswidrigkeitentatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG, soweit er ebenfalls Vorsatz voraussetzt. Der dort daneben bewehrte „*leichtfertige*“ Verstoß gegen § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG setzt einen qualifizierten Grad an Fahrlässigkeit voraus,⁷¹ der auf entsprechend elementare Sorgfaltsstandards im Umgang mit der Ungewißheit über die Richtigkeit von Angaben verweist. Soweit sich diese Sorgfaltsstandards wiederum mit den Anforderungen an die Wahrhaftigkeit der Äußerung decken, die den Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG beschreiben, bewirkt auch die Sanktion des Verbots als Ordnungswidrigkeit *keinen Eingriff*.

Die grundrechtlichen Anforderungen können also in den Sorgfaltsstandards so zur Geltung gebracht werden, daß eine Verletzung des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG bereits auf der Eingriffsstufe ausgeschlossen ist. Sofern schadensersatzrechtliche Sanktionen in Betracht kommen sollten,⁷² gilt für sie das gleiche. Das in § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG im übrigen nur abstrakt von praktischen Rechtsfolgen geltende, da insoweit unbewehrte Verbot objektiv unrichtiger oder irreführender Angaben ist eine allenfalls symbolische Beeinträchtigung der Äußerungsfreiheit, die die Eingriffsschwelle nicht überschreitet.⁷³

2. Die begrenzte Maßstabswirkung der „berufsständischen Regeln“ gemäß § 20a Abs. 6 WpHG

§ 20a Abs. 6 WpHG bindet darüber hinaus schon den objektiven Tatbestand des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG für die Anwendung auf Journalisten an einen Verweis auf deren „berufsständische Regeln“.⁷⁴ Eine Berichterstattung, die den dort formulierten journalistischen Sorgfaltsstandards entspricht, erfüllt grundsätzlich nicht den Tatbestand der „unrichtigen oder irreführenden Angaben“. So

70 Anders etwa bei bedingtem Vorsatz: *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 133.

71 *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht (o. Fn. 27), Rn. 594.

72 *Gerald Spindler*, Finanzanalyse vs Finanzberichterstattung: Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138–1147 (1147).

73 Zur Beachtung der Medienfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG bei der Anwendung der kapitalmarktrechtlichen Aufsichtsbefugnisse siehe *Spindler* (o. Fn. 72), NZG 2004, 1142.

74 Hierzu *Spindler* (o. Fn. 72), NZG 2004, 1142–1144; *Sebastian Mock/Andreas Stoll/Thomas Eufinger*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 20a Rn. 409 f. (allerdings mißverständlich hinsichtlich der Rechtsfolge in Rn. 410 a. E.: „fehlende [...] Verfolgungsmöglichkeit [...] bei Verstößen“).

hat der Gesetzgeber die *Konkretisierung der tatbestandsbestimmenden Sorgfaltsstandards* im ersten Zugriff der *journalistischen Selbstregulierung* überlassen.⁷⁵ Die Gelegenheit zu solcher Selbstregulierung gibt der Medienfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG in ihrer kollektiven Dimension Entfaltungsraum (s. o. B II).⁷⁶ Zugleich behalten im Konfliktfall die staatlichen Gerichte das letzte Wort über die Sorgfaltsstandards, indem sie bei der Anwendung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1, Abs. 6 WpHG die berufsständischen Regeln nur zu „berücksichtigen“ haben.⁷⁷ Hierbei gibt die grundrechtliche Bedeutung der Selbstregulierung diesen Regeln freilich ein hohes Gewicht.

Der Vorbehalt des § 20a Abs. 6 WpHG wegen unrichtiger oder irreführender Angaben, aus denen die Journalisten „direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen“, wirkt nur diesseits der Eingriffsgrenze: Der objektive Zusammenhang der Angaben mit dem persönlichen Nutzen begründet die grundsätzlich zulässige gesetzliche Vermutung, daß die vorsätzlich oder leichtfertig⁷⁸ unrichtigen oder irreführenden Angaben nicht vom grundrechtsgeschützten kommunikativen Interesse bewogen sind, sondern von einem Eigennutzinteresse außerhalb des Schutzbereichs des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG.

Die vom *Deutschen Presserat* festgelegten Standards greifen wesentliche Anforderungen an die Wahrhaftigkeit der Berichterstattung auf, durch die der grundrechtliche Schutz durch Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG bedingt ist: „Recherche ist unverzichtbares Instrument journalistischer Sorgfalt. Zur Veröffentlichung bestimmte Informationen in Wort, Bild und Grafik sind mit der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt auf ihren Wahrheitsgehalt zu prüfen und wahrheitsgetreu

75 Allgemein zum Zusammenspiel zwischen Gesetzesrecht und journalistischer Selbstregulierung *Rhode* (o. Fn. 15), S. 10 f., 138–140, 147 f.

76 Etwas anders *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 133, 136, der die journalistischen Sorgfaltsstandards unmittelbar in die Abwägung nach Art. 5 II GG stellt und damit den eigentlichen Effekt der Selbstregulierung unberücksichtigt läßt.

77 Im gleichen Sinne *Schröder* (o. Fn. 35), NJW 2009, 469: „Journalistisch anerkannte Regeln können [...] für die Auslegung fruchtbar gemacht werden, enthalten diesbezüglich aber keinen abschließenden Imperativ.“ Noch skeptischer gegenüber jedem Bestreben, die freie Berichterstattung über berufsständische Standards „detailliert regeln zu wollen“, *ders.*, Handbuch Kapitalmarktrecht (o. Fn. 27), Rn. 439. – Umgekehrt weitergehend für eine verfahrensrechtliche Exemption von Journalisten von der behördlichen Überwachung *Mock/Stoll/Eufinger*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 20a Rn. 413; *Spindler* (o. Fn. 72), NZG 2004, 1142; hiergegen – überzeugend – *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 137.

78 Der subjektive Tatbestand bleibt zu beachten, *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 138.

wiederzugeben. Ihr Sinn darf durch Bearbeitung, Überschrift oder Bildbeschriftung weder entstellt noch verfälscht werden. Unbestätigte Meldungen, Gerüchte und Vermutungen sind als solche erkennbar zu machen.“⁷⁹ Eine zwar objektiv unrichtige oder irreführende Berichterstattung, die aber diesen recht allgemein gehaltenen⁸⁰ Sorgfaltsregeln genügt, wird den für den Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG zu stellenden Erwartungen an Wahrhaftigkeit entsprechen; zugleich wird sie durch § 20a Abs. 6 WpHG vom Verbot des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG und damit von einem Grundrechtseingriff verschont bleiben.⁸¹

Auf § 20a Abs. 6 WpHG muß sich jeder berufen können, der die journalistischen Sorgfaltsstandards im betreffenden Fall erfüllt hat. Alle, die *ein entsprechendes Maß an journalistischer Professionalität* zur Anwendung bringen, handeln als „Journalisten“ „in Ausübung ihres Berufes“. Der Wortlaut des § 20a Abs. 6 WpHG, wonach der Verbotstatbestand unter Berücksichtigung „ihrer“ berufsständischen Regeln zu beurteilen ist, verlangt keine formale Unterwerfung unter die berufsständischen Regelungen.⁸² Das wird im systematischen Vergleich zu § 34b Abs. 4 WpHG deutlich, auf den sich Journalisten nur berufen können, sofern sie einer „Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen unterliegen“.

Umgekehrt wird hingegen eine objektiv unrichtige oder irreführende Berichterstattung nicht unbedingt allein deshalb mangels Wahrhaftigkeit aus dem Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG ausgeschlossen werden können, weil sie die berufsständischen Sorgfaltsstandards unterschreitet. Zwar ist es praktisch kaum vorstellbar, daß eine Berichterstattung, die die elementar gehaltenen Pressegrundsätze verletzt, noch als eine von der Bemühung um Wahrhaftigkeit ge-

79 Publizistische Grundsätze (Pressekodex) – Richtlinien für die publizistische Arbeit nach den Empfehlungen des Deutschen Presserats (jetzt in der Fassung vom 3.12.2008), abrufbar unter <<http://www.presserat.info/uploads/media/Pressekodex.pdf>> oder menügeführt über <<http://www.presserat.info>> ➔ Der Pressekodex (Stand: 01.11.2010), Nr. 2 Abs. 1. – Die „Verhaltensgrundsätze“ (s. o. Fn. 26), Nr. 3.3, verweisen schlicht auf Satz 4 dieses Absatzes.

80 Gegen eine vorschnelle Kritik an der Liberalität der Presse-Selbstregulierung überzeugend *Schröder* (o. Fn. 35), NJW 2009, 469.

81 Von einem Vorrang zugunsten der Meinungs- und Pressefreiheit und einer Vermutung zugunsten der Freiheit der Rede spricht *Schröder* (o. Fn. 35), NJW 2009, 469; das führt zum gleichen Ergebnis.

82 *Vogel*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 35), § 20a Rn. 134. Da es bei „Gelegenheitsjournalisten“ (Rn. 135) nicht um die Funktionsbedingungen des Mediums geht, ist ihr Interesse nach der hier vertretenen Auffassung (s. o. B II) freilich nicht dem Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG (so *Vogel*, a. a. O.), sondern dem Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG zuzuordnen.

tragene Äußerung gelten kann. Doch eine unbedingte Bindung an die berufsständischen Regeln würde das ebenfalls grundrechtlich geschützte Interesse beeinträchtigen, unter den Bedingungen der Ungewißheit über die Richtigkeit des Berichteten nach einem *von den berufsständischen Regeln unabhängigen Wahrhaftigkeitsmaßstab* zu berichten. Die berufsständische Selbstregulierung selbst wirkt zwar nicht als Eingriff, weil sie dem Staat nicht unmittelbar zuzurechnen ist. Mittelbar dem Staat zuzurechnen wäre aber eine den Verstoß gegen das Verbot in § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG begründende Maßstabswirkung der berufsständischen Regeln.

Für die verfassungsrechtliche Rechtfertigung eines solchen Eingriffs am Maßstab des qualifizierten Gesetzesvorbehalts aus Art. 5 Abs. 2 GG steht in der *Güterabwägung* auf der einen Seite das öffentliche Interesse an einer von unrichtigen und irreführenden Angaben freien Information des Kapitalmarkts. Auf der anderen Seite steht das Interesse an wahrhafter Berichterstattung unter den Bedingungen der Ungewißheit. Insoweit konvergiert das Interesse des Grundrechtsträgers mit dem öffentlichen Interesse an umfassender und rechtzeitiger Information des Kapitalmarkts, das auch durch eine übervorsichtige Zurückhaltung möglicherweise bewertungserheblicher Angaben gestört würde. In diesem Interesse muß die Kapitalmarktöffentlichkeit das nie ganz auszuschließende Risiko, daß sich eine Information im nachhinein als unrichtig erweist, hinnehmen.

Daraus folgt: Wer sich nicht auf eine Bindung an die berufsständischen Standards gemäß § 20a Abs. 6 WpHG berufen kann oder davon im Einzelfall abweicht, muß sein „wahrhaftiges“ Vorgehen auch außerhalb jener Standards darlegen können. Soweit ihm dies gelingt, haben objektiv unrichtige oder irreführende Angaben als „nicht unrichtig und nicht irreführend“ zu gelten. Zumindest dürfen sie nicht als „leichtfertig“ oder gar „vorsätzlich“ beurteilt werden im Sinne der §§ 38 Abs. 2, 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG. Eine *grundrechtskonforme Auslegung und Anwendung* der §§ 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1, 38 Abs. 2, 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG darf eine solche Darlegung nicht prinzipiell abschneiden.

IV. § 34b WpHG und Unternehmensberichterstattung

1. Eingriffscharakter

§ 34b WpHG regelt Pflichten für die Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen. § 34b Abs. 1 S. 1 WpHG verpflichtet Finanzanalysten auf die „erforderliche Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit“. § 34b Abs. 1 S. 2 WpHG bindet die Weitergabe oder öffentliche Verbreitung von Finanzanalysen an die Erfüllung inhaltlicher Anforderungen: Die Finanzanalyse muß „sachgerecht“ erstellt und dargeboten werden, der Verantwortliche muß seine Identität (§ 34b Abs. 1 S. 2 Nr. 1 WpHG) und mögliche Gründe für Interessenkonflikte (§ 34b Abs. 1 S. 2 Nr. 2 WpHG) offenlegen. § 34b Abs. 2 WpHG bindet die Weitergabe der Zusammenfassung einer Finanzanalyse an ein Gebot der Klarheit und an einen Quellennachweis.

Indem diese Pflichten die Mitteilung von Finanzanalysen durch Bedingungen beschränken, greifen sie in die *Äußerungsfreiheit gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG* ein. Soweit diese Bedingungen auf die Offenlegung der Angaben über den Verantwortlichen zielen, greifen sie in die in Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG ebenfalls gewährleistete negative Äußerungsfreiheit ein.

Diese Eingriffe in Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG sind durch die Schranke der allgemeinen Gesetze in Art. 5 Abs. 2 GG gedeckt. Insbesondere genügen sie dem Verhältnismäßigkeitsgebot, da die vergleichsweise geringen Beeinträchtigungen der grundrechtlich geschützten Freiheit zur Verwirklichung des gesetzlichen Eingriffszwecks, nämlich des Schutzes der Kapitalmärkte vor unseriösen Finanzanalysen, geeignet, erforderlich und angemessen sind.

Soweit die Pflichten aus § 34b WpHG spezifische Funktionsbedingungen der Massenkommunikation berühren, greifen sie in die *Medienfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG* ein. Die unbestimmten Anforderungen der „erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit“ (§ 34b Abs. 1 S. 1 WpHG), der „sachgerechten“ Erstellung und Darbietung (§ 34b Abs. 1 S. 2 WpHG) und der „klaren“ Wiedergabe einer Finanzanalyse (§ 34b Abs. 2 WpHG) sind Gegenstand eines journalistischen Selbstverständnisses, das sich in den autonomen berufsständischen Standards insbesondere der Presse ausprägt. Ihre Autonomie gehört zu den Funktionsbedingungen der Presse und von dort aus auch der anderen Massenmedien. Ein Eingriff in diesen Aspekt der Medienfreiheit ist insoweit zu erkennen, als sich gesetzlich auferlegte Standards an die Stelle der autonomen Standards setzen.

Einen weiteren Eingriff in die Medienfreiheit enthält § 34b Abs. 5 S. 1–2 WpHG. Mit Unternehmen, die Finanzanalysen erstellen oder weitergeben, verpflichtet er auch entsprechend tätige Medienunternehmen zu organisatorischen Vorkehrungen insbesondere zur Verhütung von Interessenkonflikten. Diese Pflichten greifen in die Organisationsfreiheit der Medienunternehmen ein, die ebenfalls in Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG grundrechtlich besonders geschützt ist.

2. Das Journalistenprivileg in § 34b Abs. 4 WpHG

Um die Eingriffe in Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG zu mildern, läßt § 34b Abs. 4 WpHG die in § 34b Abs. 1, Abs. 2 und Abs. 5 WpHG geregelten Pflichten für Journalisten hinter eine „vergleichbare Selbstregulierung“ zurücktreten.⁸³ Die Selbstregulierung muß „wirksame Kontrollmechanismen“, also Vorkehrungen zur Selbstkontrolle einschließen. Das in § 34b Abs. 4 WpHG so vorgesehene *Journalistenprivileg* trägt dem Vorrang von Selbstregulierung und Selbstkontrolle im Interesse der kollektiven Dimension der Medienfreiheit (s. o. B II) Rechnung. Es nimmt die Eingriffswirkung des § 34b WpHG gegenüber Trägern der Medienfreiheit auf die in § 34b Abs. 4 WpHG aufgestellten Bedingungen einer „vergleichbaren“ Selbstregulierung und Selbstkontrolle zurück.

Um diese Funktion zum Schutz der Medienfreiheit zu erfüllen, muß der Tatbestand des § 34b Abs. 4 WpHG mit dem Begriff „*Journalisten*“ alle Träger der Medienfreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG erfassen.⁸⁴ Deshalb kann der Tatbestand Journalisten nicht ohne Rücksicht auf die Reichweite des Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG nur deshalb ausschließen, weil ihre Haupttätigkeit in der Erstellung von Finanzanalysen besteht.⁸⁵ Ebensowenig wie für den Schutzbereich der Pressefreiheit kann auch für das auf sie gemünzte Presseprivileg gemäß § 34b Abs. 4 WpHG danach unterschieden werden, in welcher Nähe die betreffende Finanzanalyse zur „öffentlichen Aufgabe“ der Presse „als Trägerin und Verbreiterin der

83 Das gilt sowohl im Hinblick auf die materielle Bestimmung des Inhalts der Pflichten als auch im Hinblick auf die formelle Unterstellung unter die Aufsicht; siehe *Spindler* (o. Fn. 72), NZG 2004, 1144.

84 *Spindler* (o. Fn. 72), NZG 2004, 1141 f., 1145.

85 So aber in einem „Umkehrschluss aus Art. 4 der Richtlinie 2003/125/EG“ (s. o. Fn. 2) *Ingo Koller*, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 34b Rn. 71; ähnlich *Andreas Fuchs*, in: ders., WpHG (o. Fn. 34), § 34b Rn. 10; dagegen *Thomas M. J. Möllers*, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 216.

öffentlichen Meinung in der Demokratie“ steht.⁸⁶ Dem Schutzbereich des Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG folgend muß es vielmehr darauf ankommen, ob der Finanzanalyst an den spezifischen Funktionsbedingungen der Massenkommunikation teilhat, also entsprechend dem Typus des Journalisten in die arbeitsteilige Organisation des Mediums eingegliedert ist und infolgedessen der Selbstregulierung und Selbstkontrolle dieses Mediums unterliegt. Ist das der Fall, kann er sich auf § 34b Abs. 4 WpHG berufen.

Die *Bedingungen einer „vergleichbaren“ Selbstregulierung und Selbstkontrolle* sind grundrechtskonform so auszulegen, daß sie im Rahmen des Verhältnismäßigkeitsgebots bleiben. „Vergleichbar“ ist die Selbstregulierung, wenn sie eine den gesetzlichen Vorgaben der § 34b Abs. 1, Abs. 2, Abs. 5, § 34c WpHG gleichwertige Wirkung hat.⁸⁷ Dazu kann nicht vorausgesetzt werden, daß sie gleiche Rechtsfolgen vorsieht: So können die Sanktionen einer privaten Selbstregulierung selbstverständlich keine hoheitliche Bußgeldbewehrung nachbilden. Schuldrechtliche, auch arbeitsrechtliche Sanktionen genügen. Auch die nicht mit formellen Rechtsfolgen ausgestattete öffentliche Rüge von Fehlverhalten kann genügen, wenn sie in der Praxis eine ähnliche disziplinierende Wirkung entfaltet wie eine finanzielle Sanktion.⁸⁸ Ebenso muß ein Kontrollmechanismus nicht notwendig in Gestalt einer ständigen Aufsicht etabliert werden, wenn ein Verfahren zur Entgegennahme von Beschwerden im Ergebnis mit gleicher Verlässlichkeit zu einer Bewertung von Verstößen durch eine dafür autorisierte Stelle führt. Die so gestalteten Bedingungen sind zur Erfüllung des Zwecks des § 34b WpHG geeignet, erforderlich und angemessen, genügen also dem Verhältnismäßigkeitsgebot im Hinblick auf die Medienfreiheit gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 2, Abs. 2 GG.

86 So aber Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 220–225; hiergegen wiederum Fuchs, in: ders. (Hrsg.), WpHG (o. Fn. 34), § 34b Rn. 10.

87 Zu den einzelnen Anforderungen siehe Fuchs, in: ders. (Hrsg.), WpHG (o. Fn. 34), § 34b Rn. 12–14; Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 34b Rn. 72 f.; Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 226; Spindler (o. Fn. 72), NZG 2004, 1145 f.

88 A. A. Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 232.

3. Journalistische Selbstregulierung am Beispiel des Pressekodex

Im *Pressekodex* des Deutschen Presserats ist eine allgemeine Pflicht zur Sorgfalt in Recherche und Berichterstattung geregelt⁸⁹, die selbstverständlich auch für die Veröffentlichung von Finanzanalysen gilt. Das Gebot der Trennung zwischen der Tätigkeit als Journalist und anderen Tätigkeiten⁹⁰ wirkt Interessenkonflikten auch in Bezug auf die Veröffentlichung von Finanzanalysen entgegen. Die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten bei der Erstellung oder Weitergabe von Finanzanalysen ist ausdrücklich vorgesehen.⁹¹

Ein Kontrollverfahren sieht die Beschwerdeordnung des Deutschen Presserats⁹² vor. Das Verfahren kann von jedermann durch Beschwerde initiiert werden, aber auch durch den Deutschen Presserat selbst (§ 1 Beschwerdeordnung). Die Beschwerden werden von besonderen Beschwerdeausschüssen behandelt, in grundsätzlichen Fällen vom Plenum des Presserats (§§ 3 f. Beschwerdeordnung). Beschwerdefälle können auch nach Rücknahme der Beschwerde noch aus „presseethischen Gründen“ behandelt werden (§ 12 Abs. 1 Beschwerdeordnung). Bei Verstößen gegen die Pressegrundsätze können Hinweise, Mißbilligungen und Rügen ausgesprochen werden (§ 12 Abs. 5 Beschwerdeordnung). Rügen sind grundsätzlich zu veröffentlichen (§ 15 Beschwerdeordnung).

Diese Selbstregulierung übernimmt nicht alle Einzelheiten der Anforderungen, die im Rahmen der § 34b Abs. 1, Abs. 2, Abs. 5, § 34c WpHG gelten, insbesondere wie sie in der Rechtsverordnung aufgrund § 34b Abs. 8 WpHG⁹³

89 Siehe oben Fn. 79.

90 Pressekodex (o. Fn. 79), Nr. 6, „Trennung von Tätigkeiten“: „Journalisten und Verleger üben keine Tätigkeiten aus, die die Glaubwürdigkeit der Presse in Frage stellen könnten.“ – Richtlinie 6.1, „Doppelfunktionen“: „Übt ein Journalist oder Verleger neben seiner publizistischen Tätigkeit eine Funktion, beispielsweise [...] in einem Wirtschaftsunternehmen aus, müssen alle Beteiligten auf strikte Trennung dieser Funktionen achten. Gleiches gilt im umgekehrten Fall.“

91 Pressekodex (o. Fn. 79), Richtlinie 7.4, Absatz 3 Satz 2.

92 Beschwerdeordnung des *Deutschen Presserats*, beschlossen am 15.12.2006, jetzt i. d. F. vom 19.11.2008, abrufbar im Internet unter: <<http://www.presserat.info/inhalt/beschwerde/beschwerdeordnung.html>> oder menügeführt über <<http://www.presserat.info>> ➔ Die Beschwerde ➔ Beschwerdeordnung (Stand: 01.11.2010).

93 Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung – FinAnV) vom 17.12.2004, BGBl. I S. 3522, geändert am 20.07.2007, BGBl. I S. 1430.

ausgeformt sind.⁹⁴ Allerdings ist das zur Anerkennung einer „vergleichbaren“ Selbstregulierung und Selbstkontrolle auch nicht nötig. Soweit sie allgemeiner gehalten ist, muß die eigene Auslegungs- und Anwendungspraxis des Presserates und seiner Mitglieder erweisen, daß sie im Ergebnis die abstrakt umschriebenen Standards nach § 34b Abs. 1, Abs. 2, Abs. 5, § 34c WpHG erreicht.⁹⁵ Unter der Voraussetzung, daß sie in diesem Sinne in die Praxis umgesetzt wird, erfüllt die Selbstregulierung des Deutschen Presserates die Voraussetzungen des § 34b Abs. 4 WpHG.

D. Fazit

Der Konflikt zwischen den Anliegen des Kapitalmarktrechts und dem grundrechtlichen Schutz freier Kommunikation ist unvermeidlich, läßt sich aber mit den Mitteln der allgemeinen Grundrechtsdogmatik, insbesondere der grundrechtskonformen Auslegung und Anwendung des Kapitalmarktrechts freiheitsschonend bewältigen. Der grundrechtliche Bezugspunkt dafür ist nicht allein die Pressefreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG, sondern in erster Linie die allgemeine Äußerungsfreiheit gemäß Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG. Die Pressefreiheit und – mit Blick auf die ebenso relevanten, nicht an Druckwerke gebundenen Massenmedien wie Rundfunk und Internet – die übrigen Medienfreiheiten aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG fordern vom Kapitalmarktrecht besonders die Rücksicht auf die spezifischen Funktionsbedingungen der Massenkommunikation.

Das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG ist grundrechtskonform dahin auszulegen und anzuwenden, daß die Veröffentlichung einer Insiderinformation nicht „unbefugt“ ist unter der Bedingung, daß sie auf einem dafür besonders eingerichteten, im Ergebnis dem Muster des

94 Deshalb wird der Pressekodex nicht in jeder Hinsicht für „vergleichbar“ gehalten von Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 227–234; ihm (ohne Stellungnahme zur aktuellen Fassung des Kodex) folgend Koller, in: Assmann/Schneider, WpHG (o. Fn. 26), § 34b Rn. 73. Als „äußerst zweifelhaft“ wird die Gleichwertigkeit der Regelungen bezeichnet von Spindler (o. Fn. 72), NZG 2004, 1145.

95 Hierzu gehören auch die Konkretisierungen durch die „Journalistischen Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung“ (s. o. Fn. 36). Kritisch Möllers, in: Kölner Kommentar zum WpHG (o. Fn. 33), § 34b Rn. 230: Eine bloße „Ausgestaltung der Sorgfaltspflicht“ stelle „keine ausreichende Umsetzung dar, da eine ausdrückliche Regelung notwendig ist“.

§ 15 WpHG i. V. m. §§ 3a, 5 WpAIV entsprechenden Weg die Bereichsöffentlichkeit herstellt. Desgleichen ist die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Redaktion nicht „unbefugt“ unter der Bedingung, daß das Redaktionsgeheimnis und eine interne Kontrolle die Einhaltung der Insiderverbote durch die Redaktionsmitglieder wirksam sichern.

Das Verbot unrichtiger oder irreführender Angaben in § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG bringt keinen Eingriff in die Grundrechte aus Art. 5 Abs. 1 GG mit sich, zumindest nicht in Gestalt einer Sanktion nach § 38 Abs. 2, § 39 Abs. 2 Nr. 11 WpHG. Darüber hinaus sorgt § 20a Abs. 6 WpHG dafür, daß in den Maßstäben für einen wahrhaftigen und daher zulässigen Umgang mit Ungewißheiten in der journalistischen Berichterstattung die der kollektiven Medienfreiheit zuzurechnenden berufsständischen Regelungen zur Geltung kommen. Die Berufung auf abweichende Wahrhaftigkeitsmaßstäbe bleibt unbenommen.

Die Pflichten, an die § 34b WpHG Finanzanalysen bindet, sind als Eingriffe in Art. 5 Abs. 1 S. 1 GG vom Gesetzesvorbehalt in Art. 5 Abs. 2 GG verfassungsrechtlich gerechtfertigt. Als Eingriffe in die Medienfreiheit aus Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG sind sie gemäß § 34b Abs. 4 WpHG gegenüber einer gleichwertigen Selbstregulierung und Selbstkontrolle der Medien subsidiär und daher auch insoweit grundrechtsverträglich.

Journalistische Unternehmensberichterstattung und Strafrecht

Prof. Dr. Christian Schröder

A. Einleitung

Wissensvorsprünge haben in unserer Gesellschaft eine große Bedeutung. Forschungsabteilungen in Unternehmen streben danach, durch besondere Produkte oder Verfahren ihre Konkurrenz aus dem Feld zu schlagen. Herausragende Erfindungen kann man durch Patente schützen lassen, um aus dem Wissensvorsprung wirtschaftliche Vorteile zu ziehen. Auch Wissenschaftler streben Wissensvorsprünge an, und jeder Journalist will der Erste sein, wenn es um die Verbreitung bis dahin unbekannter Nachrichten geht. Das Wissen um etwas, das andere nicht wissen, erfährt in unserer Gesellschaft nicht nur allgemein Anerkennung, sondern wir streben sogar eine „Wissensgesellschaft“ an, um unseren Wohlstand zu sichern.

Andererseits haben wir seit Inkrafttreten des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) das Ausnutzen von Wissensvorsprüngen am Kapitalmarkt zumindest teilweise pönalisiert und ausgewählte Verstöße sogar zur Straftat erhoben. Wer exklusiv um einen schwerwiegenden Produkthaftungsfall weiß, der Umsatz und Gewinn eines börsennotierten Unternehmens beträchtlich mindern wird, kennt eine Insiderinformation. Nunmehr darf man nicht mehr das, was in anderen Bereichen unseres Wirtschaftslebens täglich geschieht: aus exklusivem Wissen einen Vorteil ziehen. Vielmehr soll der Kapitalmarkt chancengleich und nur im Wege der so genannten Ad-hoc-Publizität informiert werden. Alle sollen zeitgleich alles wissen (können). Man muss eine Insiderinformation sogar für sich behalten und darf sie nur noch ausnahmsweise aus triftigen Gründen weitergeben. Die dahinter stehende Idee der Chancengleichheit im Zugang zu Insiderinformationen mag ein honoriges Anliegen sein, führt in unserer Rechtsordnung aber zu viel stärkeren Brüchen, als es scheint.

Das vom WpHG geprägte Kapitalmarktrecht hat sich nicht nur zu einer Querschnittsdisziplin des Rechts entwickelt, sondern ist zum Kraken mutiert, dessen Arme viel mehr umschließen, als wir anfangs dachten und wollten. Da der Ge-

setzgeber auch noch zahlreiche Verstöße gegen die Ge- und Verbote des WpHG zur Straftat erhoben hat, entstehen bisweilen strafrechtliche Risiken, die eher überraschend anmuten. Das mag als gewagte These erscheinen, lässt sich aber anhand vieler Beispiele konkret belegen. Der Journalismus bildet ein besonders gutes Beispiel, weil es in diesem Bereich um Informationen geht und mit der Meinungs- und Pressefreiheit ein wichtiges Element eines freiheitlichen Staates angesprochen wird. Es lohnt sich, solchen Fällen nachzuspüren, weil sich daran exemplarisch zeigt, dass wir unsere Rechtsordnung nicht sklavisch unter das Diktat des modernen Kapitalmarktrechts stellen dürfen.

B. Aussagen des EG-Rechts zur Meinungs- und Pressefreiheit

Der EG-Gesetzgeber hat frühzeitig erkannt, dass das Kapitalmarktrecht auch die Meinungs- und Pressefreiheit berührt. Die einschlägige EG-Richtlinie, mit der insbesondere die Grundlagen des Insiderrechts und des Rechts der Marktmanipulation geregelt werden, tippt das Problem aber nur an, wenn es im 44. Erwägungsgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie¹ heißt: „Diese Richtlinie steht im Einklang mit den Grundrechten und Grundsätzen, die insbesondere mit der Charta der Grundrechte der Europäischen Union, insbesondere Artikel 11, sowie mit Artikel 10 der Europäischen Konvention zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten anerkannt wurden. Daher hindert sie die Mitgliedstaaten in keiner Weise daran, ihre verfassungsmäßigen Vorschriften über Pressefreiheit und Freiheit der Meinungsäußerung in den Medien anzuwenden.“

Das EG-Recht beweist damit ein gewisses Gespür für die Problematik, denn es sagt etwas zur Meinungs- und Pressefreiheit, obwohl diese nicht Regelungsgegenstand der Richtlinie ist. Die Aussage, dass die Mitgliedstaaten *in keiner Weise* gehindert sind, ihre verfassungsrechtlichen Vorgaben über die Pressefreiheit und die Freiheit der Meinungsäußerung für Medien anzuwenden, vermittelt eine wichtige Botschaft. In der nationalen Rechtsordnung können wir die zu Art. 5 GG entwickelten Grundsätze zur Geltung bringen. Das EG-Recht strebt freilich nach richtlinienkonformer Umsetzung und Auslegung im nationalen Recht, sagt aber selbst, dass dieser Vorgang mit Blick auf die Meinungs- und Pressefreiheit selbstbewusst und auch kritisch stattfinden kann. Eine sklavische Orientierung an der Richtlinie ist an dieser Stelle von Anfang an nicht gefordert.

1 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96 vom 12.04.2003, S. 16 ff.

C. Meinungs- und Pressefreiheit versus Kapitalmarktrecht

Wie die Meinungs- und Pressefreiheit mit dem Kapitalmarktrecht kollidieren kann, belegt der „Fall ComRoad“, den die Journalistin *Renate Daum* am Anfang dieses Buches noch einmal geschildert hat.² Hinter diesem Fall steckt einer der größten Bilanzskandale am Neuen Markt. Der Haupttäter hatte über Jahre überhöhte Umsatzzahlen publiziert und eigene Aktien abgestoßen.³ Der scheinbare Geschäftserfolg beruhte auf einem Lügegebäude, das nicht etwa durch Staatsanwälte, Wirtschaftsprüfer oder Aufsichtsräte, sondern von *Daum* recherchiert und zum Einsturz gebracht wurde. Es liegt auf der Hand, dass sich solche Fälle auch um Insiderinformationen drehen. Gleiches gilt für Reportagen, mit denen Journalisten schwerwiegende Produkthaftungsfälle oder Fälle der illegalen Beschäftigung von Mitarbeitern aufdecken. Dann, wenn es interessant wird, kann journalistische Recherche bei börsennotierten Unternehmen auch nicht öffentlich bekannten Informationen gelten, die kraft der Börsennotierung im Regulierten Markt eben zugleich Insiderinformationen darstellen können.

§ 13 Abs. 1 WpHG umschreibt die Insiderinformation als konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände oder Ereignisse, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen. Über demjenigen, der Kenntnis von einer Insiderinformation hat, schweben latente Risiken. Er kann sich nicht nur gemäß §§ 38 Abs. 1 Nr. 1, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG wegen Insiderhandels strafbar machen, sondern darf solche Informationen gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG auch nicht unbefugt weitergeben. Journalisten rücken durch ihre berufsbedingte Informationsbeschaffung gemäß § 38 Abs. 1 Nr. 2c WpHG sogar in der Mehrzahl der Fälle in den Täterkreis der so genannten Primärinsider ein,⁴ denen es bei Androhung einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren verboten ist, die betreffende Information weiterzugeben. Nichts anderes hat der Journalist aber im Sinn. Er will die von ihm recherchierten Informationen seinen Lesern, Hörern oder Zuschauern zur Kenntnis bringen. Er spürt

2 Ausführlich *Daum*, Außer Kontrolle. Wie Comroad & Co. durch das Finanzsystem in Deutschland schlüpfen, 2003.

3 Siehe die Sachverhaltsschilderung bei LG München I, NStZ 2004, 291 f.

4 *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. (Loseblatt, Stand: Januar 2008), § 14 WpHG Rn. 51.

dem nach, was eigentlich niemand exklusiv wissen und nur im Wege der Ad-hoc-Publizität veröffentlicht werden soll.

I. Die Position des Presserats

Diese Nähe der journalistischen Tätigkeit zum strafrechtlich Verbotenen gab dem Deutschen Presserat Anlass, dazu im Pressekodex, der die berufsethischen Grundsätze der Presse umschreibt, etwas zu sagen.⁵ Nach der einschlägigen Richtlinie 7.4 nutzen Journalisten und Verleger, die Information im Rahmen ihrer Berufsausübung recherchieren oder erhalten, diese Informationen vor ihrer Veröffentlichung ausschließlich für publizistische Zwecke und nicht zum eigenen persönlichen Vorteil oder zum persönlichen Vorteil anderer. Journalisten und Verleger veröffentlichen danach keine Berichte über Wertpapiere und/oder deren Emittenten in der Absicht, durch die Kursentwicklung des entsprechenden Wertpapiers sich, ihre Familienmitglieder oder andere nahe stehende Personen zu bereichern. Sie sollen auch nicht direkt oder durch Bevollmächtigte Wertpapiere kaufen bzw. verkaufen, über die sie in den vorigen zwei Wochen etwas veröffentlicht haben oder in den nächsten zwei Wochen veröffentlichen möchten. Die Richtlinie 7.4 verlangt ferner, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, um die Einhaltung dieser Regelungen sicherzustellen. Interessenkonflikte bei der Erstellung oder Weitergabe von Finanzanalysen sind in geeigneter Weise offen zu legen. Angesprochen sind damit aber nur Fragen des Insiderhandelsverbots. Diesbezüglich leuchtet es ein, dass ein Journalist Insiderinformationen nicht zum eigenen Vorteil oder zum Vorteil Dritter verwenden darf. Die eigentliche Problematik sitzt aber auch an anderer Stelle und wird vom Pressekodex nicht thematisiert.

5 *Deutscher Presserat*, Publizistische Grundsätze (Pressekodex), Richtlinien für die publizistische Arbeit nach den Empfehlungen des Deutschen Presserates, 2008, abrufbar im Internet: <<http://www.presserat.info/uploads/media/Pressekodex.pdf>> oder menügeführt über <<http://www.presserat.info>> ➔ Der Pressekodex (Stand: 01.11.2010).

II. Das Weitergabeverbot

1. Der Publikationsakt als Verstoß gegen das Weitergabeverbot?

Jenseits des Insiderhandelsverbots liegen die eigentlichen Probleme beim strafbewehrten Weitergabeverbot nach §§ 38 Abs. 1 Nr. 2c, 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG. Nach dieser Regelung ist es untersagt, eine Insiderinformation unbefugt weiterzugeben. Die Publikation stellt jedoch eine Weitergabe der Insiderinformation dar. Der Deutsche Presserat geht von der Zulässigkeit der Publikation aus.⁶ Daran ist problematisch, dass diese Medien ihre Meldungen aus der Sicht des Insiderrechts nicht immer chancengleich verbreiten und damit gerade nicht einen der Bereichsöffentlichkeit vergleichbaren Zustand herstellen. Das wäre aber erforderlich, damit die Information infolge des Publikationsaktes als „öffentlich bekannt“ im Sinne des § 13 Abs. 1 WpHG angesehen werden könnte. Insbesondere bei Regionalzeitungen oder nur regional sendenden Rundfunk- oder TV-Sendern liegt das auf der Hand.

Die Frage, ob ein solcher Publikationsakt gegen das Weitergabeverbot verstößt, wird im Schrifttum unterschiedlich gewürdigt. Eine Ansicht stuft Publikationen, die dem Verfahren nach § 15 WpHG nicht entsprechen, als grundsätzlich unzulässig ein, sieht jedoch die Möglichkeit der fakultativen Rechtfertigung.⁷ Dem ähnlich soll die Publikation nach einer weiteren Ansicht zulässig sein, wenn der Journalist zeitgleich die Bereichsöffentlichkeit herstellt.⁸ Weitere Autoren geben der Meinungs- und Pressefreiheit umfassend Vorrang.⁹ Sie stehen damit dem Deutschen Presserat nahe. Ziffer I. der Journalistischen Verhaltens-

6 *Deutscher Presserat*, Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung, beschlossen vom Plenum des *Deutschen Presserats* am 02.03.2006 (abgedruckt im Anhang I dieses Buches), S. 3 f.

7 *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 102.

8 *Schäfer* (o. Fn. 4), § 14 WpHG Rn. 53; dem nahestehend *Mennicke*, in: *Fuchs* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz: WpHG, 2009, § 14 Rn. 271: keine nur regionale Verbreitung.

9 *Eichele*, Finanzanalysten und Wirtschaftsjournalisten als Primärinsider, WM 1997, 501 (509); *Gehrman*, Das versuchte Insiderdelikt, 2009, S. 163 ff.; *Schröder*, Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465 ff.; *ders.*, Handbuch Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010, Rn. 295 ff.; etwas enger *Cloppenburg/Kruse*, Die Weitergabe von Insiderinformationen an und durch Journalisten, WM 2007, 1109 (1114).

grundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung lautet:¹⁰ „Verbote, Insiderinformationen zu verwenden, dürfen grundsätzlich nicht die journalistische Freiheit einschränken. Insiderinformationen dürfen im Rahmen der allgemein geltenden publizistischen Grundsätze journalistisch verwendet, insbesondere in der Presse veröffentlicht werden. Das gleiche gilt für weitere Informationen, die Wertpapierkurse beeinflussen können.“ Zur Publikation heißt es unter II. 1. b. der Verhaltensgrundsätze dann nochmals: „Journalisten dürfen Insiderinformationen grundsätzlich nicht einem anderen mitteilen oder zugänglich machen. Gemeint ist damit jedoch nicht die journalistische Veröffentlichung der Insiderinformation, die gerade zu den Aufgaben des Journalisten gehört und zulässig ist.“

Im Ergebnis sprechen die besseren Gründe für eine Zulässigkeit der Publikation. Dabei ist allerdings zuzugeben, dass die Veröffentlichung einer Insiderinformation durch die Presse oder andere Medien im Insiderrecht insbesondere dann zu Verwerfungen führt, wenn die Publikation in einer einzelnen und womöglich noch regionalen Zeitung oder einem sonst nur regional verbreiteten Medium erfolgt. Dieser Vorgang läuft dem nach einer chancengleichen Information strebenden Insiderrecht zuwider. Das nach § 15 Abs. 1 WpHG vorgesehene Verfahren, wonach Insiderinformationen durch den Emittenten im Wege der so genannten Ad-hoc-Publizität zu veröffentlichen sind, läuft leer. Dieses Modell zielt darauf ab, die „Bereichsöffentlichkeit“ herzustellen, worunter eine möglichst breite und vor allem chancengleiche Information der Marktteilnehmer zu verstehen ist.¹¹ Daran fehlt es bei einer nur regional zugänglichen Berichterstattung. Zudem rechnet die Bereichsöffentlichkeit nicht mit diesen Publikationswegen, was eine ungleichmäßige Information der Marktteilnehmer nochmals fördert.

Trotz dieser Einbußen ist bei der gebotenen Abwägung der Meinungs- und Pressefreiheit der Vorzug zu geben, und zwar in einem so weiten Sinne, dass auch in einer regional begrenzten Publikation ein Fall der befugten Weitergabe zu erblicken ist. Unternehmen sind Teil des öffentlichen Interesses und üben gesellschaftlichen Einfluss aus, weshalb die Berichterstattung über sie auch dem Schutzbereich der Pressefreiheit nach Art. 5 Abs. 1 S. 2 GG unterfällt. Zudem hat die Einbuße auf Seiten des Insiderrechts nicht die Schwere, die man auf den ersten Blick vermutet. In den Fällen der regionalen Publikation entsteht eine zwar nicht zu bestreitende, aber doch eher blass anmutende Kollision, da auch

¹⁰ *Deutscher Presserat* (o. Fn. 6).

¹¹ *Assmann* (o. Fn. 7), § 13 Rn. 34 f.

eine regional begrenzte Publikation infolge der rasch einsetzenden Multiplikation durch moderne Medien und Nachrichtenagenturen gerade zu einer öffentlichen Bekanntheit der Information führt. Freilich geschieht das nicht in der von § 15 Abs. 1 WpHG verlangten Form, aber man wird unter Berufung auf die Ratio des Insiderrechts sagen können, dass eine nicht gehörig vorgenommene Publikation noch immer besser ist als gar keine Information. Es wäre ein Fehler, das Insiderrecht an dieser Stelle nur vom Weitergabeverbot her zu deuten. Das Insiderrecht strebt nicht nach Geheimhaltung, sondern nach Publizität. Das gilt insbesondere für die hier interessierende Fallgruppe, dass ein Journalist Insiderinformationen recherchiert hat. Allein der Umstand, dass ein Journalist eine Insiderinformation überhaupt kennt, ist aus der Sicht des Insiderrechts ein Alarmzeichen. In dieser Situation ist nämlich bereits ein Leck aufgetreten, und die Information ist an Dritte durchgesickert. Nunmehr droht eine schleichende Verbreitung der Information und damit das, was das Insiderrecht gerade nicht will. Wenn dem so ist, dann ist eine Veröffentlichung, die nicht den Vorgaben des § 15 WpHG entspricht, auch im Sinne des Insiderrechts immer noch besser als gar keine Information der Öffentlichkeit.

Diese Erwägung findet auch in § 15 Abs. 3 WpHG eine Stütze. Danach darf der Emittent zum „Schutz seiner berechtigten Interessen“ ausnahmsweise von einer Veröffentlichung temporär absehen. Allerdings ist die Ausnahmeregelung nach § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG nur so lange anwendbar, wie „der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann“. Gelingt ihm das nicht (mehr), muss er die Flucht nach vorn antreten und die Information publizieren. In der Sache liegt ein solcher Fall vor, wenn ein Journalist an die bis dahin vermeintlich geheim gehaltene Insiderinformation gelangt ist. Es gibt in dieser Konstellation für die Vertraulichkeit der Insiderinformation keine Gewähr mehr. Das erste Leck ist da, und es besteht die Gefahr, dass die Insiderinformation sukzessive weitergegeben und ausgenutzt wird. Das ist nun aber ein Szenario, das dem gesamten Insiderrecht völlig widerstrebt, und eine Publikation durch den Journalisten ist nunmehr immer noch besser als eine Situation, in der sich die Insiderinformation über längere Zeit unerkannt schleichend verbreiten kann.

Dem kann man nicht mit der Erwägung begegnen, dass ein Journalist entsprechende Informationen von einem Informanten bezogen hat, der gegen das Weitergabeverbot nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG verstoßen haben muss. Das ist zwar bei isolierter Betrachtung richtig, greift aber zu kurz, weil auch das Ver-

breiten rechtswidrig erlangter Informationen in den Schutzbereich der Pressefreiheit fällt.¹²

Freilich entspricht die Publikation nicht dem Verfahren des § 15 WpHG, allerdings bleibt diese Einbuße auf Seiten des Insiderrechts gering, weil handfeste Insiderinformationen durch moderne Medien und die großen Nachrichtenagenturen alsbald aufgegriffen und umfassend verbreitet werden. Nun könnte man geneigt sein, den Journalisten zu verpflichten, zeitgleich die Bereichsöffentlichkeit herzustellen. Es ist allerdings durchaus fraglich, wie die Ad-hoc-Publizitätsdienste darauf reagieren, denn der Journalist ist nicht Normadressat des § 15 Abs. 1 WpHG.¹³ Zudem würde eine solche Pflicht einen erheblichen Eingriff in die Berufsausübungsfreiheit darstellen. Jeder Journalist will der Erste sein, wenn es um die Verbreitung bis dahin unbekannter Nachrichten geht. Der exklusive Bericht hat im Einzelfall nicht nur einen Marktwert, sondern durch richtig recherchierte und bis dahin unbekannte Informationen erlangt der Journalist berufliche Anerkennung. Diese Frucht guter Recherche und eigener Leistung könnte verloren gehen. Kleineren Verlagen oder Radiosendern wäre es de facto unmöglich, ihre Recherche exklusiv zu publizieren.¹⁴ Darin ruht eine verkappte Monopolisierung der Möglichkeit zur Publikation auf große Verlage, Nachrichtenagenturen oder Rundfunkanstalten, also auf die Marktführer. Das widerstrebt aber der Pressefreiheit,¹⁵ die auch davon lebt, dass es unterschiedliche und miteinander konkurrierende Presseerzeugnisse und Verlage gibt.¹⁶

Auch eine Gesamtschau des Problems spricht dafür, den Journalismus jedenfalls grundsätzlich frei von den Restriktionen des Insiderrechts zu halten. Insiderinformationen nach § 13 Abs. 1 WpHG gehen nicht nur die Kapitalmärkte und die Marktteilnehmer etwas an, sondern sind mehr denn je Gegenstand öffentlichen Interesses und Element des öffentlichen Meinungskampfes. Sie sprechen den Kernbereich des Art. 5 Abs. 1 GG an, denn das Verhalten von Unternehmen ist längst zum Gegenstand des öffentlichen Interesses geworden. Wirtschaftsun-

12 Vgl. BVerfGE 66, 116 (137).

13 Ferner wird es Fälle geben, in denen es dem Journalisten nicht möglich ist, einen Umstand mit einer Gewissheit zu behaupten, wie das der nach § 15 Abs. 1 WpHG Publikationspflichtige kann. Damit liefe der Journalist u. U. Gefahr, den Bereich der Marktmanipulation zu berühren. In diesen Fällen müssen Journalisten das bei einer Verdachtsberichterstattung übliche Vokabular wählen, das aber nicht zur Ad-hoc-Publizität passt.

14 *Cloppenburg/Kruse* (o. Fn. 9), WM 2007, 1109 (1114).

15 Zu Informationsmonopolen BVerfGE 97, 228 ff.

16 BVerfGE 12, 205 (206).

ternehmen spielen eine so wichtige Rolle, dass es die Öffentlichkeit etwas angeht, wenn eine börsennotierte Gesellschaft Betriebsratsmitglieder durch verdeckte Zuwendungen wohlwollend stimmt. Es geht die Öffentlichkeit auch etwas an, wenn eine börsennotierte Gesellschaft ihre Bilanzen frisiert.

Dieses Interesse an Informationen macht nicht dort Halt, wo die Information die Qualität einer Insiderinformation erlangt. Das Gegenteil ist der Fall. Das öffentliche Interesse (auch) an Insiderinformationen steigt noch aus einem weiteren Grund, weil es zum Kernelement des öffentlichen Meinungskampfes geworden ist. Die gesellschaftspolitische Rolle der Kapitalmärkte hat an Bedeutung gewonnen. An die Kapitalmärkte fließen Mittel, die für die Altersvorsorge bestimmt sind. Unsere Gesellschaft fördert diesen Vorgang durch steuerbegünstigte Vorsorgemodelle, die unter den Schlagworten „Riester-Rente“ oder „Rürup-Rente“ bekannt geworden sind. Darin liegt eine neue und wichtige Funktion dieser Märkte. Eigenvorsorge ist gewünscht und unerlässlich, und der Kapitalmarkt ist ein Ort, an dem sie stattfindet, weil die Mittel der Investmentfonds dorthin fließen. Auch die berufsständischen Versorgungswerke legen einen Großteil ihrer Mittel an den Kapitalmärkten an. Kraft einer selbstbewussten Berichterstattung über das Wirtschaftsleben können wir reflektieren, ob die Kapitalmärkte dieser Aufgabe (noch) gerecht werden. Eine öffentliche Diskussion kann dazu beitragen, Fehlentwicklungen zu erkennen. Die Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 hat eindrucksvoll belegt, dass trotz aller Bilanz- und Publikationsvorschriften des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts ein hohes Maß an Intransparenz herrschte. Der Öffentlichkeit war unbekannt, dass Milliardenrisiken in Zweckgesellschaften außerhalb der Bilanz aufgetürmt wurden. Es wäre wohl naiv zu glauben, dass eine Berichterstattung darüber die Krise verhindert hätte. Vielleicht hätten einige Banken das Ausmaß ihres Risikoengagements aber doch überdacht. Der das System kritisch hinterfragende Bericht muss möglich bleiben, weil er in der gebotenen Gesamtschau dabei hilft, den öffentlichen Erkenntnisstand zu verbessern.

Um Missverständnisse auszuschließen: Damit soll nicht für eine Gleichstellung von börsennotierten Gesellschaften mit öffentlichen Stellen bis hin zu Informationsansprüchen der Presse gegenüber Unternehmen plädiert werden. Allerdings besteht auch kein Anlass, die Publikationsmöglichkeiten der Presse einzuschränken, weil es zufälligerweise um Sachverhalte geht, die auch eine Insiderinformation darstellen.

Der Schutz der Pressefreiheit nach Art. 5 Abs. 1 Satz 2 GG reicht von der Beschaffung bis zur Verbreitung von Nachrichten und Meinungen.¹⁷ Ein Verbot der Publikation von Insiderinformationen schneidet das Recht auf Verbreitung von Nachrichten gerade in einem Bereich ab, in dem ein gesteigertes Interesse an umfassender Information besteht. Die Information würde komplett unterdrückt.¹⁸

2. Weitergabeverbot und Redaktionen

Die Problematik beschränkt sich jedoch keineswegs auf den Publikationsakt, sondern geht sehr viel tiefer. Dazu muss man sich vor Augen führen, dass auch die unbefugte Weitergabe einer Insiderinformation an eine einzelne Person ordnungswidrig oder strafbar sein kann. Eine Weitergabe vertraulicher Informationen liegt aber gerade im Wesen journalistischer Arbeit. Schon dann, wenn der Journalist seinem Chefredakteur den Stand seiner Recherchen oder den zu publizierenden Sachverhalt vorträgt, der die Insiderinformation birgt, kommt es zu einer Weitergabe der Insiderinformation nach § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG. Auch an dieser Stelle ist der Meinungs- und Pressefreiheit nach Art. 5 Abs. 1 GG zum Durchbruch zu verhelfen. Die Lösung kann auf der Ebene des Tatbestandes durch eine entsprechende Auslegung des Merkmals „unbefugt“ oder durch die Anerkennung eines eigenen Rechtfertigungsgrundes gesucht werden.

Indes stecken die Probleme im Detail. Heikel ist z. B. der Fall, in dem der Journalist die Insiderinformation in einer Redaktionskonferenz anspricht. Zu einer Weitergabe kommt es auch, wenn der Journalist die Insiderinformation z. B. einem Rechtsanwalt mitteilt, der ihn oder seinen Verlag berät. Der Presserat hat auch dieses Problem erkannt und darauf hingewiesen, dass Journalisten jenseits des Publikationsakts Insiderinformationen grundsätzlich einem anderen nicht mitteilen oder zugänglich machen dürfen.¹⁹ Die Verhaltensgrundsätze sehen vor, die Integrität der Finanzmarktberichterstattung durch angemessene organisatorische Maßnahmen zu gewährleisten.²⁰ Genannt werden die Einrich-

17 BVerfGE 10, 118 (121); 12, 205 (260); 91 125 (134).

18 Kritisch dazu BVerfG, NStZ-RR 2005, 119 (120). Klarstellend sei angemerkt, dass es Fallgruppen gibt, die spezifische Probleme bergen und daher gesondert zu würdigen sind. Genannt seien die Recherche und die Publikation für die Werkszeitung des Emittenten. Auch für den Fall, dass der Journalist in einem börsennotierten Verlag tätig ist und eine auf seinen Arbeitgeber bezogene Insiderinformation publiziert, sind Abweichungen denkbar.

19 Siehe unter *Deutscher Presserat* (o. Fn. 6), II 1 b.

20 Siehe unter *Deutscher Presserat* (o. Fn. 6), III 1 b.

tung von Vertraulichkeitsbereichen durch Zugangsregelungen zu bestimmten Redaktionskonferenzen und/oder Vorkehrungen im gemeinsamen EDV-System (Passwort- und Berechtigungsregelungen), damit kursrelevante Insiderinformationen nur für die mit der Sache befassten Journalisten zugänglich sind.²¹

An dieser Stelle sitzt ein nicht zu unterschätzendes Problem, weil Unsicherheiten über strafrechtliche Risiken im redaktionellen Umgang mit Insiderinformationen geeignet sind, den Mut zur selbstbewussten Recherche zu beeinträchtigen. Deshalb ist es wichtig, jenseits der vom Presserat angesprochenen Organisationsmaßnahmen nach einem übergeordneten Prüfungsmaßstab zu fragen.

Die einschlägige Richtlinie 2003/6/EG schreibt den Mitgliedstaaten in ihrem Art. 3a vor, Insidern die Weitergabe einschlägiger Informationen zu untersagen, „soweit dies nicht im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufs oder der Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht“. Der EuGH hat zu dieser Vorschrift eine Segelanweisung gegeben, die auf eine restriktive Auslegung hinausläuft. Das Gericht fordert einen engen Zusammenhang zwischen der Weitergabe der Information und der beruflichen Aufgabe des Informationsempfängers dergestalt, dass die Weitergabe für die Erfüllung der Aufgaben unerlässlich sein muss.²² Diese Unerlässlichkeit der Weitergabe ist auch als eng auszulegende Erforderlichkeit gedeutet worden.²³ Man kann sie auch als „unbedingte Erforderlichkeit“ umschreiben.

Nun ist es so, dass der EuGH dazu neigt, einerseits fallbezogen und andererseits bisweilen großflächig apodiktisch zu formulieren. Deshalb kann und sollte seine restriktive Marschroute zum Weitergabeverbot nicht vorbehaltlos auf die journalistische Tätigkeit übertragen werden, was unter Beachtung des 44. Erwägungsgrundes der Marktmissbrauchsrichtlinie auch im Sinne des EuGH sein dürfte. Unter Berücksichtigung des Art. 3a der Richtlinie 2003/6/EG und des 44. Erwägungsgrundes ist nach hier vertretener Auffassung die Erforderlichkeit der Weitergabe *ex ante* zu prüfen. Dazu muss man sich in die konkrete Arbeitssituation des Journalisten versetzen und fragen, ob es *aus der Sicht eines besonnenen Journalisten in der konkreten Situation einen berechtigten und seiner Berufsausübung dienlichen Grund zur Weitergabe der Information gab*. Das ist z. B. dann der Fall, wenn ein konsultierter Rechtsanwalt die Information kennen muss, um

21 Siehe unter *Deutscher Presserat* (o. Fn. 6), III 1 b. aa.

22 EuGH, Urteil vom 22.11.2005 – Rs. C-384/02, NJW 2006, 133 (134 f.).

23 *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.) Handbuch Kapitalanlagerecht, 3 Aufl. 2007, § 12 Rn. 107 ff. m. w. N.

die erbetene, für die Berufsausübung des Journalisten bestimmte Auskunft geben zu können. Die Weitergabe muss in diesem Sinne ex ante beruflich indiziert gewesen sein.

In Einzelfällen ist diese Prüfung durchaus schwierig. Man wird aber sagen müssen, dass eine Weitergabe in einer großen Redaktionskonferenz, an der auch Redakteure sachfremder Gebiete (z. B. Redakteure des Sportteils) teilnehmen, nicht mehr zulässig sein wird. Andererseits muss es dem Journalisten jenseits einer Beratung mit seinem Chefredakteur möglich sein, unter Hinweis auf die gebotene Verschwiegenheit den Sachverstand und den Rat der Kollegen seiner Fachredaktion einzuholen, wenn das in dem zuvor umschriebenen Sinne beruflich indiziert ist. Ist er ohne diesen Rat nicht in der Lage, seiner Tätigkeit nachzugehen, ist die Einholung des Rates für die Ausübung des Berufes unbedingt erforderlich. Gleiches gilt für die Befragung eines Justiziers oder eines außenstehenden Rechtsanwalts. Auch wenn mehrere Journalisten einer Redaktion einen Fall gemeinsam recherchieren, was bei großen Publikationsvorhaben durchaus vorkommt und damit Teil der normalen Berufsausübung ist, muss man es als zulässig ansehen, wenn derjenige, der auf die Insiderinformation stößt, die übrigen Journalisten der recherchierenden Gruppe informiert. Anderenfalls entsteht die Gefahr, dass journalistische Arbeit behindert wird und infolge tatsächlicher oder auch nur vermuteter Unsicherheiten von weiteren Recherchen oder einer Publikation Abstand genommen wird. Dies zeigt, dass für die journalistische Arbeit eine gegenseitige Weitergabe von Informationen im Team möglich sein muss. Alles andere wäre der Meinungs- und Pressefreiheit abträglich.

D. Marktmanipulation

§ 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG untersagt die so genannte informationsgestützte Marktmanipulation. Die Regelung formuliert das Verbot, unrichtige oder irreführende Angaben über ein Finanzinstrument zu machen, wenn diese Angaben für die Bewertung des Finanzinstruments erheblich und geeignet sind, den Kurs des Finanzinstruments zu beeinflussen.

I. Regelungen zur journalistischen Berichterstattung im Recht der Marktmanipulation

Es liegt auf der Hand, dass journalistische Berichterstattung ein solches Beeinflussungspotenzial bergen kann. Allerdings muss insbesondere die tagesaktuelle Publikation bei komplexen Sachverhalten immer auch eine Verdachtsberichterstattung sein, womit sich auch zwischen dem Recht der Marktmanipulation und der Pressefreiheit ein interessantes Spannungsfeld aufbaut.

Bei § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, der die informationsgestützte Marktmanipulation umschreibt, handelt es sich um ein allgemeines Gesetz im Sinne des Art. 5 Abs. 2 GG. Die Auslegung solcher Gesetze muss dann, wenn sie in den Schutzbereich des Grundrechts eingreifen, fallbezogen erfolgen und in eine Güterabwägung münden, die eine Balance zwischen dem betroffenen Kommunikationsgrundrecht und dem allgemeinen Gesetz herstellt.²⁴ Dabei ist zu prüfen, ob eine Äußerung als ein Beitrag zum geistigen, öffentlichen Meinungskampf in einer die Öffentlichkeit berührenden Frage gedeutet werden kann.²⁵ Allgemein gelten diese Grundsätze auch für § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG, jedoch hat der Gesetzgeber diesen Abwägungsvorgang um eine weitere Regelung ergänzt. § 20a Abs. 6 WpHG widmet sich der journalistischen Berichterstattung und verfügt, dass bei Journalisten, die in Ausübung ihres Berufes handeln, das Vorliegen der Voraussetzungen nach § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG unter Berücksichtigung ihrer berufsständischen Regeln zu beurteilen ist, es sei denn, dass diese Personen aus den unrichtigen oder irreführenden Angaben direkt oder indirekt einen Nutzen ziehen oder Gewinne schöpfen. Diese Gesetzeskonstruktion verdient Aufmerksamkeit, da sie die Auslegung des allgemeinen Gesetzes im Lichte des Art. 5 GG um die Berücksichtigung der berufsständischen Regeln erweitert.

Die Regelung beruht auf Art. 1 Nr. 2c Satz 2 der Marktmissbrauchsrichtlinie, wonach bei Journalisten, die in Ausübung ihrer Berufstätigkeit handeln, eine Verbreitung unrichtiger oder irreführender Informationen „unter Berücksichtigung der für ihren Berufsstand geltenden Regeln zu beurteilen“ ist. In Verbindung mit dem auch hier einschlägigen 44. Erwägungsgrund der Marktmiss-

24 BVerfGE 85, 1 (16); *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 283.

25 *Spindler*, Finanzanalyse vs Finanzberichterstattung. Journalisten und das AnSVG, NZG 2004, 1138 (1143).

brauchsrichtlinie wird einmal mehr deutlich, dass mit dem Recht der Marktmanipulation die Freiheit der Berichterstattung nicht begrenzt werden soll.

Den Rückgriff auf die vom EG-Recht und § 20a Abs. 6 WpHG genannten „berufsständischen Regeln“ will die Literatur im Wege der Auslegung vollziehen, indem einschlägige Verhaltensvorschriften des Deutschen Presserats in den Auslegungsvorgang implementiert werden.²⁶ Mit Blick auf die hier interessierende Berichterstattung sind verschiedene Regelungen erwähnenswert. Zu nennen ist wiederum die Ziffer 7 des Pressekodex, wonach es die Verantwortung der Presse gegenüber der Öffentlichkeit gebietet, dass redaktionelle Veröffentlichungen nicht durch private oder geschäftliche Interessen Dritter oder durch persönliche wirtschaftliche Interessen der Journalisten beeinflusst werden. Zur Veröffentlichung bestimmte Informationen sind nach Ziffer 2 des Kodex in Wort, Bild und Grafik mit der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt auf ihren Wahrheitsgehalt zu prüfen und wahrheitsgetreu wiederzugeben. Bearbeitung, Überschrift oder Bildbeschriftung dürfen ihren Sinn weder entstellen, noch verfälschen. Unbestätigte Meldungen, Gerüchte und Vermutungen sind als solche kenntlich zu machen. Jenseits dieser allgemeinen Leitlinien kommen die vom Presserat verabschiedeten Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung etwas ausführlicher darauf zurück, enthalten aber letztlich keine weiterführenden Aussagen.²⁷

Der „berufsständische“ Kontext kommt somit auf den ersten Blick eher hohlwangig daher, was ein Grund dafür sein dürfte, dass dieser Bereich als noch weitgehend unerforscht gilt.²⁸ Allerdings sollte man die Großflächigkeit der Regelungen nicht vorschnell kritisieren. Die Meinungs- und Pressefreiheit entfaltet sich am besten, wenn man dem Versuch widersteht, sie gleichsam deklinierend zu regeln. Es kann und sollte gerade im (Presse-)Strafrecht nur darum gehen, nicht mehr hinnehmbare Grenzüberschreitungen zu erfassen. Alles andere muss misslingen, weil man z. B. schon bei der Beantwortung der Frage, welche

26 Spindler (o. Fn. 25), NZG 2004, 1138 (1143), ferner Eichelberger (o. Fn. 24), S. 285; Fleischer, in: Fuchs (o. Fn. 8), § 20a Rn. 144; Mock/Stoll/Eufinger, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 20a Rn. 410; Schröder (o. Fn. 9), Rn. 439; Vogel, in: Assmann/Schneider (o. Fn. 7), § 20a Rn. 136.

27 Deutscher Presserat (o. Fn. 6), III. 2.

28 Fleischer, in: Fuchs (o. Fn. 8), § 20a Rn. 144.

Recherche- und Publikationstätigkeit überhaupt unter den Begriff des Journalismus fällt, kaum eingrenzende Kriterien festlegen kann.²⁹

Auch die fehlende Verbindlichkeit des Berufsrechts der Journalisten sollte man nicht als Mangel begreifen, da zu bedenken ist, dass unsere Landespressegesetze³⁰ jeweils in § 1 Berufsorganisationen mit Zwangsmitgliedschaft verbieten. Das ist kein Zufall, sondern eine Konsequenz aus trauriger Zeit, in der es eine auf Gleichschaltung und Zensur angelegte „Reichspressekammer“ unter der Herrschaft des Nationalsozialismus gab.³¹ Angesichts dessen ist zu kritisieren, wie unbefangen § 20a Abs. 6 WpHG den Begriff „berufsständisch“ verwendet, auch wenn die Vorschrift zugunsten des Journalismus eine privilegierende Regelung enthält. Bemerkenswert ist auch, dass § 34b Abs. 4 WpHG mit kerniger Wortwahl im Kontext der Finanzanalyse von einer „Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen“ für Journalisten spricht. Die vollmundige Forderung nach „wirksamen Kontrollmechanismen“ ist nicht nur in der Sache diffus,³² sondern rechtshistorisch peinlich. Zwar darf man diese Dinge auch nicht dramatisieren, weil es bei § 34b Abs. 4 WpHG gewiss nicht um eine Regulierung des klassischen Journalismus geht. Allerdings sollte man sich diesen Dingen doch mit etwas mehr Vorsicht und einigem Respekt nähern. Angesichts der Weite des Journalistenbegriffs darf man gespannt sein, was aus dieser „Selbstregulierung einschließlich wirksamer Kontrollmechanismen“ einmal wird.

In der gebotenen Gesamtschau des Rechts und seiner Geschichte bilden die „berufsständischen“ Vorgaben des Pressekodex vielmehr eine genügende Hilfe für die Auslegung des § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 i. V. m. Abs. 6 WpHG, wenn gleich den Regeln die Verbindlichkeit einer Rechtsnorm fehlt. Ein Vergleich mit dem durch Zwangsmitgliedschaft geprägten Berufsrecht der freien Berufe (Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer etc.), einschließlich der Kon-

29 Eichelberger (o. Fn. 24), S. 284; Fleischer, in: Fuchs (o. Fn. 8), § 20a Rn. 143; Spindler (o. Fn. 25), NZG 2004, 1138, (1141).

30 § 1 Abs. 4 Landespressegesetz Baden-Württemberg lautet z. B. „Berufsorganisationen der Presse mit Zwangsmitgliedschaft und einer mit hoheitlicher Gewalt ausgestattete Standesgerichtsbarkeit der Presse sind unzulässig.“

31 Löffler/Ricker, Handbuch des Presserechts, 5. Aufl. 2005, 4. Kapitel Rn. 27 ff.: Die Reichspressekammer war eine Unterorganisation der Reichskulturkammer und geht auf das Reichskulturkammergesetz vom 22.9.1933 zurück (RGBl. I, S. 661).

32 Zu Recht kritisch Kämmerer/Veil, Analyse von Finanzinstrumenten (§ 24b WpHG) und journalistische Selbstregulierung, BKR 2005, 379 ff.; Möllers, in: KK-WpHG (o. Fn. 26), § 34b Rn. 232.

troll- und Sanktionsmechanismen, kann nicht gezogen werden, sollte es aber auch nicht. Journalistisch anerkannte Regeln sind also in die Auslegung zu implementieren, wenngleich ihnen nicht der Imperativ eines Gesetzes im materiellen Sinne innewohnt.

In diesem Sinne gilt es, aus dem übrigen Presserecht Eckpunkte für die Auslegung zu gewinnen. Wer vorsätzlich falsche und im Sinne des § 20a Abs. 1 Nr. 1 WpHG unrichtige Angaben in die Welt setzt, dem steht die Meinungs- und Pressefreiheit nicht mehr zur Seite.³³ Gleiches wird für irreführende Angaben zu gelten haben, wenn es der Äußernde darauf anlegt und er sich des irreführenden Effekts seiner Publikation bewusst ist.³⁴ Dabei dürfen die Anforderungen an die Wahrheitspflicht nicht so bemessen werden, dass sie ihrerseits die Meinungsfreiheit erdrosseln.³⁵ Auch für die Wirtschaftsberichterstattung gilt, dass es ein permanentes Spannungsverhältnis zwischen der Wahrheitspflicht und dem unbestreitbaren Bedürfnis nach rascher Informationsweitergabe gibt.³⁶ Allgemein ist zu bedenken, dass bei einer umstrittenen Meinungsäußerung eine Vermutung zugunsten der Freiheit der Rede ficht, soweit die Äußerung einen Beitrag zur öffentlichen Meinungsbildung liefert.³⁷

II. Konkrete Beispiele für Straftaten durch Journalisten

Das Börsensegment des so genannten Freiverkehrs ist nach der Jahrtausendwende zum Tummelplatz von Marktmanipulationen geworden, an denen sich leider auch Journalisten beteiligt haben. Es handelt sich um eine moderne Form organisierter Wirtschaftskriminalität, die drei Phasen durchläuft.

Zunächst wird eine Aktiengesellschaft im Ausland, vorzugsweise in der Schweiz, gegründet oder übernommen. Dort kann das Grundkapital in sehr kleine Beträge pro Aktie gestückelt werden, wodurch eine hohe Aktienzahl bei vergleichsweise geringem Kapitaleinsatz erzeugt wird. Bisweilen wird auch eine

33 BVerfGE 54, 208 (219); 61, 1 (8); *Spindler* (o. Fn. 25), NZG 2004, 1138 (1140); *Vogel*, in: Assmann/Schneider (o. Fn. 7), § 20a Rn. 133.

34 *Mock/Stoll/Eufinger*, in: KK-WpHG (o. Fn. 26), § 20a Rn. 402; *Spindler* (o. Fn. 25), NZG 2004, 1138 (1140).

35 BVerfGE 85, 1 (15 ff.).

36 *Fleischer*, in: Fuchs (o. Fn. 8); § 20a Rn. 142; *Vogel*, in: Assmann/Schneider (o. Fn. 7), § 20a Rn. 133.

37 BVerfGE 66, 116 (150); 93, 266 (294).

Kapitalerhöhung gegen vermeintlich werthaltige Sacheinlagen vollzogen. Die Zahl der Aktien kann man auch durch Aktiensplits erhöhen. Jedenfalls wird eine Gesellschaft, die in der Sache nur eine leere Hülse darstellt, mit einer hohen Zahl an Aktien unterlegt.

Im zweiten Schritt betreiben die Täter die Einbeziehung in den Freiverkehr an einer deutschen Börse. Für den Freiverkehr sieht unser Börsenrecht keine grundsätzliche Prospektpflicht vor, so dass zivilrechtliche Ansprüche ausscheiden, die an das Vorhandensein eines Prospektes anknüpfen.³⁸ Die bloße Einbeziehung von Aktien in den Freiverkehr ohne öffentliches Angebot löst auch noch keine sonstige Prospektpflicht aus.³⁹ Nur wer die Einführung in den Freiverkehr mit konkreten Werbemaßnahmen oder Ankündigungen begleitet, läuft Gefahr, die Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz auszulösen. Das wird jedoch tunlichst vermieden. Es kommt lediglich zu einer faktischen Aufnahme des Handels. Ein Emissionsprospekt muss also nicht erstellt und veröffentlicht werden, einschlägig sind nur sehr blasse Bedingungen des jeweiligen Börsenbetreibers.

Danach folgt der dritte Schritt, der dazu dient, die wertlosen Aktien in die Höhe zu treiben. In zweifelhaften Publikationen (insbesondere Börsenbriefen) oder Internetforen veröffentlichen so genannte Pusher vollmundige Schilderungen der weiteren Geschäftsaussichten der Gesellschaft. Die glatte Lüge wird zumeist vermieden. Die Autoren berichten etwa über vermeintlich bevorstehende Patentierungen durch Formulierungen wie „beim Patentamt eingereicht“. Die vermeintliche Aussicht auf bevorstehende Großaufträge wird durch Sätze wie „an Ausschreibung teilgenommen“ begleitet. Auch der Klassiker der bevorstehenden Übernahme der Gesellschaft kommt oft zum Zug. Dieses Vorgehen zielt darauf ab, gutgläubige und zumeist noch unerfahrene Anleger auf die Aktie aufmerksam zu machen. Aus der Sicht des durchschnittlichen und nicht börsenkundigen Anlegers, der die unterschiedlichen Zulassungsmodalitäten an den Börsen nicht kennt, wird die Aktie ja auch an einem seriösen Börsenplatz gehandelt. Durch die Schilderung der geschickt in Aussicht gestellten Geschäftsaussichten einer „unterbewerteten Aktie“ wird ein Teil der unerfahrenen Privatanleger zum Kauf der Aktien motiviert. Der Kurs der Aktie steigt. Um ihr auf die Sprünge zu hel-

38 *Schwark*, in: Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl. 2004, § 57 BörsG Rn. 7.

39 *Schlitt/Schäfer*, Auswirkungen des Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetzes auf Aktien- und Equity-linked Emissionen, AG 2005, 498 (500) m. w. N.

fen, werden bisweilen auch abgesprochene Geschäfte getätigt, insbesondere *Matched Orders*.⁴⁰ Danach beginnen die Personen, auf deren Initiative die Aktien in den Freiverkehr einbezogen wurden, und weitere Personen, die mit ihnen zusammenarbeiten, ihre Aktien an die gutgläubige Anlegerschaft zu verkaufen. Haben die Initiatoren ausreichend Aktien verkauft, verstummt das mediale Spektakel, und der Aktienkurs stürzt ab.

Zwar ist die Publikation in einem Börsenbrief unter den weiten Begriff des Journalismus zu subsumieren, allerdings verlässt die beschriebene Berichterstattung den Schutzbereich der Meinungs- und Pressefreiheit. Das gilt auch für den Fall, in dem objektiv unrichtige Einzelaussagen vermieden werden. Wenn etwa ein Vorstand behauptet, man habe an einer Ausschreibung für ein Mobilfunknetz teilgenommen, ist die Aussage bei isolierter Betrachtung nicht unrichtig, wenn es eine solche Ausschreibung gab und ein entsprechendes Schreiben versandt wurde. Das allein entzieht derartige Angaben aber nicht dem Recht der Marktmanipulation. Tatbestandsmäßig sind nach § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG nicht nur unrichtige, sondern auch irreführende Angaben, die auch durch eine geschickte Verknüpfung wahrer Tatsachen oder Angaben gemacht werden können.⁴¹ Derartige Meldungen sollen beim Leser gerade die Assoziation konkreter Geschäftsaussichten wecken und sind irreführend im Sinne des § 20a Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpHG, wenn sich die Gesellschaft auf dem Gebiet der Mobilfunknetze nicht auch tatsächlich oder nicht ernsthaft betätigt und die Teilnahme an der Ausschreibung objektiv ex ante als von Anfang an aussichtslos erscheint. Ähnlich sind zum Schein abgesprochene oder behauptete Geschäftsbeziehungen zu beurteilen. Auch für eine Patentierung eines Produkts muss es objektiv ex ante greifbare Anhaltspunkte geben. Gibt es für die beim Leser geweckte Assoziation keine greifbaren Anhaltspunkte, liegt ein Fall der Irreführung auch dann vor, wenn jede der Einzelaussagen bei isolierter Betrachtung nicht falsch ist. „Journalisten“, die sich in den Dienst derartigen Verhaltens stellen, sind ihrerseits Täter oder Teilnehmer der Marktmanipulation. Ihnen steht die Meinungs- und Pressefreiheit nicht (mehr) zur Seite.

40 Zum Begriff *Schröder* (o. Fn. 9), Rn. 491 und 523.

41 *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktrafrecht (o. Fn. 9), Rn. 391 ff.

III. Strafverfahrensrechtliche Fragen

Soweit es konkrete Anhaltspunkte für einen entsprechenden Tatverdacht gibt, ergeben sich auch strafverfahrensrechtliche Folgen. In einem Ermittlungsverfahren nimmt die Presse insbesondere im Recht der Durchsuchung⁴² und der Beschlagnahme⁴³ völlig zu Recht eine Sonderrolle ein, die aus strafprozessualer Sicht als Privilegierung erscheint. Es handelt sich dabei keineswegs um eine prozessuale (Rechts-) Wohltat, sondern um eine verfassungsrechtlich gebotene Spezifizierung des Strafprozessrechts, ohne die sich ein freier Journalismus nicht entfalten kann. Zu nennen sind insbesondere das Zeugnisverweigerungsrecht nach § 53 Abs. 1 Satz 1 Nr. 5 StPO sowie das korrespondierende Beschlagnahmeverbot nach § 97 Abs. 5 StPO, das für die hier problematisierten Fälle von besonderem Interesse ist. Die Vorschrift erklärt die Beschlagnahme von Schriftstücken, Ton-, Bild- und Datenträgern, Abbildungen und anderen Darstellungen, die sich im Gewahrsam des Journalisten oder der Redaktion, des Verlages, der Druckerei oder der Rundfunkanstalt befinden, für unzulässig.

Allerdings gelten die Beschränkungen für eine Durchsuchung nicht, wenn bestimmte Tatsachen den Verdacht begründen, dass der Journalist an der Tat, wegen der ermittelt wird, beteiligt ist.⁴⁴ Freilich lehrt der Fall „Cicero“,⁴⁵ dass bei der Annahme eines Verdachts auf eine Straftatbeteiligung Vorsicht geboten ist. Der Verdacht darf nicht als Einfallstor herhalten, um den strafprozessualen Quellenschutz in Gestalt des Zeugnisverweigerungsrechts auszuhebeln. Darum geht es in den hier beschriebenen Fällen aber auch nicht. Wer geschickt verpackte, in der Sache aber frei erfundene Lügengeschichten verbreitet, bewegt sich von Anfang an gewiss nicht im Schutzbereich der Meinungs- und Pressefreiheit. Derartige Artikel tragen auch nicht zum öffentlichen Meinungskampf bei. Strafrechtsdogmatisch ist noch zu ergänzen, dass derjenige, der sich an derart verabredeten Marktmanipulationen beteiligt, je nach Sachlage auch einen gewerbs- und bandenmäßig verübten Betrug begehen kann.⁴⁶

42 Achenbach, in: Sedelmaier/Burkhardt (Hrsg.); Löffler, Presserecht, Kommentar, 5. Aufl., München 2006, Vor §§ 13 ff. LPG Rn. 30 ff.

43 Achenbach (o. Fn. 42), Vor §§ 13 ff. LPG Rn. 3 ff.

44 Achenbach (o. Fn. 42), Vor §§ 13 ff. LPG Rn. 35.

45 BVerfG, NJW 2007, 1117 ff.; ausführliche Würdigung durch Schmidt-De Caluwe, Pressefreiheit und Beihilfe zum Geheimnisverrat i.S. des § 353 b StGB, NVwZ 2007, 640 ff.

46 Schröder (o. Fn. 9), Rn. 621 ff., 635, 648 f., 650, 654 ff., 656a.

E. Zusammenfassung

Das Insiderrecht und Art. 5 GG erzeugen ein Spannungsfeld, das zugunsten der Meinungs- und Pressefreiheit aufzulösen ist. Das Verhältnis des Verbots der Marktmanipulation zu Art. 5 GG ist noch weitgehend unerforscht. Indes gilt auch hier, dass bei kursbeeinflussenden Äußerungen im Zweifel der Meinungs- und Pressefreiheit Vorrang zukommt, wenn die Äußerung in den Schutzbereich der Pressefreiheit fällt. Allerdings entfällt die Schutzwirkung des Art. 5 Abs. 1 Satz 2 GG, wenn bewusst unwahre oder geschickt irreführende Berichte dazu benutzt werden, um Börsenkurse zu manipulieren. Bei einem entsprechenden Tatverdacht entfallen auch die pressenspezifischen Schutzrechte im Zusammenhang mit einer Durchsuchung oder einer Beschlagnahme.

Befugte Mitteilung von Insiderinformationen in Presseerzeugnissen

Marcus Bergmann/Christoph Löffler

A. Einleitung

Das – im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geregelte – Insiderstrafrecht erlegt denjenigen, die über Insiderinformationen verfügen, verschiedene Pflichten auf, die eine Ausnutzung kursrelevanter Informationen verhindern sollen. Dazu stellt § 14 WpHG verschiedene Verbote auf, die über § 38 WpHG strafrechtlich flankiert werden. Für Journalisten relevant ist hier besonders das in § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG geregelte Verbot, Insiderinformationen einem anderen unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, das über §§ 38 Abs. 1 Nr. 2, 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG mit einer Freiheitsstrafe bis fünf Jahren oder Geldstrafe bewehrt ist. Dabei spielt im Zusammenhang mit der Veröffentlichung in Presseerzeugnissen die Frage, wann diese Mitteilung bzw. dieses Zugänglichmachen als unbefugt anzusehen ist, die zentrale Rolle.¹ Wohl unstreitig ist diese dann als befugt anzusehen, wenn die Veröffentlichung dazu führt, dass die Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert.² Dies führt zu der Frage, wann dies zu bejahen und wie in den übrigen Fällen zu verfahren ist.

¹ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 5. Aufl. 2009, § 14 Rn. 73.

² *Pawlik*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2007, § 14 Rn. 55; *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, 2. Aufl. (Loseblatt, Stand: 4. Lieferung 2009), § 14 WpHG Rn. 53; *Schwark*, in: Schwark (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar, 3. Aufl. 2004, § 14 WpHG Rn. 44.

B. Öffentliche Bekanntheit einer Information in Form von Massen- und Bereichspublizität

I. Massenpublizität

Der Insidercharakter einer Information beruht darauf, dass diese Information nicht öffentlich bekannt ist. Eine öffentliche Bekanntheit im Sinne des Insiderrechts ist zunächst mittels der Massenpublizität herstellbar.³ Die Massenpublizität, die durch eine Veröffentlichung dieser Informationen in Zeitungen, Radio- oder Fernsehsendungen erzielt werden kann, umfasst dabei auch das, was das Insiderrecht Bereichspublizität nennt.⁴ Dies folgt aus § 13 Abs. 1 S. 1 WpHG, wonach öffentlich bekannte Informationen keine Insiderinformationen sind. Eine der Allgemeinheit über die Massenmedien zugänglich gemachte Information wird diese Voraussetzung stets erfüllen.⁵

II. Bereichspublizität in der Praxis

Für die öffentliche Bekanntheit einer Information im Sinne des Insiderrechts reicht aber bereits auch die Bereichspublizität aus.⁶ Diese setzt lediglich voraus, dass eine unbestimmte Zahl von Personen aus dem Kreis der Marktteilnehmer Kenntnis von der Information nehmen kann.⁷ Um dies zu gewährleisten, hat der Gesetzgeber durch § 15 WpHG i. V. m. §§ 3a ff. WpAIV einen spezifischen Veröffentlichungsweg (Ad-hoc-Publikation) geschaffen, der eine Veröffentlichung sowohl über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem (§ 5 S. 1 Nr. 1 WpAIV) als auch über die Zuleitung an (zumindest auch) EU-weit verbreitete Medien (§ 3a Abs. 1 S. 1 WpAIV) verlangt.⁸ In der Praxis geschieht dies in der Regel dadurch, dass der Emittent die Ad-hoc-Mitteilung über das Internet an einen Dienstleister wie die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-

3 Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2010, Rn. 175; Assmann (o. Fn. 1), § 13 Rn. 31 ff. m. w. N.

4 Schröder, Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, NJW 2009, 465 (466).

5 Vgl. Assmann (o. Fn. 1), § 13 Rn. 31 ff.

6 Assmann (o. Fn. 1), § 13 Rn. 31.

7 Assmann (o. Fn. 1), § 13 Rn. 34.

8 Einzelheiten bei Assmann (o. Fn. 1), § 15 Rn. 246 ff.

Publizität (DGAP) meldet, der dann erforderliche Mitteilungen an BaFin und Börsen vornimmt und die Ad-hoc-Mitteilung sowohl an die erforderlichen Medien nach § 3a Abs. 1 S. 1 WpAIV weiterleitet als auch sofort elektronisch mittels seiner Internetangebote verbreitet.⁹ Die zeitliche Verzögerung zwischen der Meldung an den Dienstleister und der Veröffentlichung über dessen Internetangebote, die zur Herstellung der Bereichspublizität führt, beträgt dabei 30 Minuten, weil dies der zeitliche Abstand ist, der zwischen der Vorabmitteilung nach § 15 Abs. 4 WpHG und der Veröffentlichung liegen muss.¹⁰

III. Zweck der Bereichspublizität

Dieses Publikationsverfahren spricht alle Marktteilnehmer gleichförmig an. Insbesondere die Meldungen der elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssysteme werden von den Marktteilnehmern ständig abgerufen, sodass diese gewiss sein können, dass sie eine Ad-hoc-Publikation zeitgleich mit allen anderen Börsenteilnehmern erreicht. Dies entspricht auch der Ratio des § 15 Abs. 5 WpHG, der verbietet, eine Information vor ihrem öffentlichen Bekanntwerden anders zu veröffentlichen als nach dem zuvor beschriebenen Verfahren.¹¹ Diesen Zweck, alle Marktteilnehmer gleichermaßen und zeitgleich informieren zu können, kann neben der Bereichspublizität auch die Massenpublizität, wie sie durch überregionale Tageszeitungen oder die großen Fernsehsender hergestellt wird, erreichen.¹²

9 Vgl. etwa die Produktbedingungen der *DGAP* zu Ad-hoc-Meldungen, abrufbar im Internet: <<http://www.dgap.de/dgap/static/DGAP/Produkte/>> oder menügeführt über <<http://www.dgap.de>> → Die DGAP → Unsere Produkte (Stand: 01.11.2010).

10 *BaFin*, Emittentenleitfaden, 2009, abrufbar im Internet: <http://www.bafin.de/clin_171/nn_721290/SharedDocs/Downloads/DE/Service/Leitfaeden/emittentenleitfaden_2009,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/emittentenleitfaden_2009.pdf> oder menügeführt über: <<http://www.bafin.de>> → Veröffentlichungen → Suchtext „Emittentenleitfaden“, Kategorie „Leitfäden“ (Stand: 01.11.2010), S. 73.

11 Vgl. *Assmann* (o. Fn. 1), § 15 Rn. 17 a. E.

12 Vgl. *Schröder* (o. Fn. 3), Rn. 175; *Assmann* (o. Fn. 1), § 13 Rn. 33 f.

C. Publikationsformen jenseits der Massen- und Bereichspublizität

I. Sonstige Publikationsformen als Informationsweitergabe

Jenseits von Massen- oder Bereichspublizität existiert ein breites Spektrum, in dem die übrigen Formen der Veröffentlichung zu lokalisieren sind: Publikation in Medien mit nur regionaler Verbreitung wie Lokalzeitungen, Lokalnachrichten im Landesrundfunkprogramm, private lokale Radiosender, Fernsehsendungen im Offenen Kanal. Publiziert ein Journalist in einem dieser Medien, so wird eine Information dadurch noch nicht öffentlich bekannt. Deshalb handelt es sich bei dieser selektiven Informationsvermittlung an einen durch die Umstände begrenzten Adressatenkreis nicht um eine Veröffentlichung der Information, sondern um eine Mitteilung bzw. Zugänglichmachung.¹³ Diese Weitergabe macht diejenigen, die Kenntnis von der Information erlangen, zu Insidern. Der Kreis der Insider wächst.

II. Befugte Weitergabe?

1. Presse- und Rundfunkfreiheit

Die Frage, ob eine mediale Verbreitung derartiger Informationen gegen das Insiderrecht des WpHG verstößt, wird in der Rechtswissenschaft unterschiedlich beantwortet. Eine Ansicht will sie generell untersagen und nur unter eng gefassten Bedingungen eine Ausnahme zulassen.¹⁴ Dass die Weitergabe auch durch nur regional verbreitete Medien dennoch zu Recht als befugt angesehen wird, ist dem Vorrang der Presse- und Rundfunkfreiheit geschuldet.¹⁵ Denn diese wird unterschiedslos sowohl Journalisten, die für eine überregionale Tageszeitung

13 Anders allerdings *Schneider*, Die Weitergabe von Insiderinformationen. Zum normativen Verhältnis der verschiedenen Formen der Informationsweitergabe, NZG 2005, 702 (703 f.), der zwischen der Mitteilung und einer öffentlichen Bekanntgabe unterscheidet und im Falle der Publikation durch Presseorgane grundsätzlich von letzterer ausgeht, die nicht dem Verbot des § 14 WpHG unterfallen soll. Eine Ausnahme nimmt er nur dann vor, wenn die Publikation nicht binnen eines „überschaubaren Zeitraums“ zur öffentlichen Bekanntheit der Information führt. Damit entspricht dies im Ergebnis dann aber doch wieder der hier vorgenommenen Wertung, zum diesbezüglich erforderlichen Zeitpunkt siehe unten.

14 So noch *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, 4. Aufl. 2006, § 14 Rn. 102.

15 *Schröder* (o. Fn. 4), NJW 2009, 465 (466); *Sturm*, Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, ZBB 2010, 20 (29).

tätig sind, als auch für diejenigen, deren Artikel in einer nur regional verbreiteten Zeitung erscheinen, gewährt.¹⁶

2. Öffentliches Interesse an der Weitergabe

Hierfür streitet zunächst einmal das öffentliche Interesse an der Berichterstattung.¹⁷ Dies ist ersichtlich der Fall bei Informationen mit wirtschaftspolitischer Bedeutung, die auf die privaten Versicherungs- und Vorsorgesysteme (wie die sog. „Riester-Rente“) ausstrahlen.¹⁸ Ein öffentliches Interesse besteht aber auch an der Warnung vor fehlerhaften und dadurch gesundheitsschädigenden Produkten (vgl. „Lipobay“). Politiker oder Verbandsfunktionäre, die als Aufsichtsräte in aktiennotierten Unternehmen tätig sind, müssen sich der öffentlichen Meinung stellen, wenn bekannt wird, dass es im Unternehmen in großem Ausmaß zu strafbaren Handlungen gekommen ist. Dramatische Nachrichten wie der Absturz eines Flugzeuges, das Leckschlagen eines Öltankers oder der Bombenanschlag auf das Bürogebäude einer Bank betreffen eine Vielzahl von Menschen und stehen in öffentlichem Interesse. Gleichwohl kann es sich im Einzelfall um eine Information handeln, die geeignet ist, im Falle ihres Bekanntwerdens den Börsenpreis einer Aktie zu beeinflussen. Damit handelt es sich dann um eine Insiderinformation nach § 13 WpHG.

3. Grundsätzliche Geheimnisfeindlichkeit des Insiderrechts

Das Insiderrecht strebt schon im Grundsatz nicht nach Geheimhaltung, sondern nach Öffentlichkeit.¹⁹ § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG schreibt dem Emittenten die unverzügliche Ad-hoc-Publikation vor. Das Weitergabeverbot des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG dient nur dazu, die bereits angesprochene möglichst gleichzeitige Bekanntgabe zu gewährleisten. Würde man Journalisten mit regional beschränktem Medienzugang verwehren, Insiderinformationen zu verwerten, liefe dies auf eine

16 Siehe allg. *Kannengießer*, in: Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Hopfauf (Hrsg.), GG, 11. Aufl. 2008, Art. 5 Rn. 12 m. w. N.

17 *Schröder* (o. Fn. 4), NJW 2009, 465 (467).

18 *Sturm* (o. Fn. 15), ZBB 2010, 20 (30).

19 *Schröder* (o. Fn. 4), NJW 2009, 465 (466 f.); *Sturm* (o. Fn. 15), ZBB 2010, 20 (30).

unverhältnismäßige Stärkung der großen Verlage bzw. Sender hinaus, die mit dem monopolfeindlichen Konzept des Grundgesetzes nicht vereinbar ist.²⁰ Dies bildet auch die Realität ab, die die einzelnen Verlage nicht als unverbundene Monolithen zeigt. Stattdessen bilden große und kleinere Verlage und Presseerzeugnisse eine vernetzte Landschaft. Überregionale Zeitungen werten die Inhalte der regionalen Konkurrenz aus, Nachrichten werden aufgegriffen, kommentiert und weiter kommuniziert. Binnen kurzer Zeit wird in einer pluralistischen Presse die einzelne Nachricht vervielfältigt und dadurch aus regionaler Publizität allgemeine Öffentlichkeit der Information – die dadurch ihren Status als Insiderinformation verliert.²¹

III. Regionale und lokale Publikation in Abgrenzung zur bloßen (individuellen) Weitergabe

1. Problem: Umfassendes Presseverständnis

a) Kleinstauflagen

Dennoch bleibt das Problem, nach unten eine Grenze zu ziehen. Neben regional verbreiteten Zeitungen, die noch die Bevölkerung eines Bundeslandes zu ihrem Leserkreis zählen, muss man an Lokalzeitungen denken, die sich etwa an die Bevölkerungen eines Kreises richten. Auf einer nächsten Ebene finden sich Ortszeitungen – zum Teil auch als kostenlose Anzeigenblätter mit einem redaktionell betreuten Lokalteil.²² Doch auch hier findet Presse keine natürliche Grenze. Selbst derjenige, der eigene Flugblätter druckt, um sie auf einer Demonstration, einem Volksfest oder auf der Straße an Passanten zu verteilen, wird in dieser Betätigung vom Schutzbereich der Pressefreiheit umfasst.²³

20 Schröder (o. Fn. 4), NJW 2009, 465 (467).

21 Unter diesen Voraussetzungen lehnt Schneider (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704), bereits eine tatbestandliche „Mitteilung“ ab, indem er die weitere Kategorie der „öffentlichen Bekanntgabe“ bei zeitnah erreichter öffentlicher Bekanntheit einführt.

22 Zum Schutz solcher Publikationen durch Art. 5 Abs. 1 GG vgl. BVerfG, NJW 1997, 386 (387), das eine kostenlos verteilte Werkszeitung als vom Schutzbereich umfasstes Presseerzeugnis ansah.

23 Zum Ganzen Kannengießer (o. Fn. 16), Art. 5 Rn. 12.

b) Internet

Pressefreiheit schützt – verstanden als allgemeine Medienfreiheit – aber nicht nur Druckerzeugnisse oder – moderner – Rundfunksendungen, sondern auch Veröffentlichungen im demokratischsten der modernen Medien: dem Internet.²⁴ Hier lässt sich zwar zum Teil sicher quantifizieren, dass eine bestimmte Internetseite aus der Landschaft als Baum herausragt und damit wahrgenommen wird. Bei einer Vielzahl von Seiten ist dies aber sehr unsicher. Wer heute einen Artikel in einer Ortszeitung oder auf einem Flugblatt abdruckt oder diesen auf seiner Homepage ins Internet stellt, kann nicht davon ausgehen, dass dieser Artikel gelesen, geschweige denn in den Massenmedien reproduziert wird, auch wenn dies regelmäßig intendiert²⁵ sein wird. Die Vermutung, die Information werde zeitnah mittels der Massenmedien öffentlich bekannt gemacht werden, trifft in diesen Fällen also gerade nicht zu. Damit fördert eine Weitergabe an einen sehr eingeschränkten Personenkreis nicht mit hinreichender Nachhaltigkeit die allgemeine Publizität, die das Insiderrecht anstrebt.²⁶

2. Kritik an den in der Literatur vertretenen Abgrenzungskriterien

Vertreten wird daher eine Abgrenzung dergestalt, dass die Weitergabe mittels regional und wohl auch nur lokal verbreiteter Medien dann nicht unbefugt sein soll, wenn der Verlag Gesellschafter der Deutschen Presse-Agentur GmbH (dpa) oder einer ähnlichen Einrichtung ist oder etwa über bedeutende Internetdienste wie Google News vernetzt ist.²⁷ Dieses Kriterium ist allerdings sehr formal. Zum einen ist nicht gewährleistet, dass diese Vernetzung tatsächlich zur Verbreitung der Information führt. Gerade bei kleinen Zeitungen besteht die Gefahr, dass die Nachricht als bloße Lokalnachricht keine hinreichende Würdigung erfährt. Zum anderen können auch nicht derartig vernetzte Medien allgemein wahrgenommen werden. Auch jenseits der Gesellschafterstellung in Bezug auf die dpa und ähnli-

24 Ebenso *Kannengießer* (o. Fn. 16), Art. 5 Rn. 17.

25 Darauf stellt *Kannengießer* (o. Fn. 16), Art. 5 Rn. 17, maßgeblich ab, um zu beurteilen, ob der Schutzbereich der Rundfunkfreiheit eröffnet ist.

26 In dieser Fallgruppe sieht auch *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704), eine „Mitteilung“, sodass sich auch unter Zugrundelegung seiner Auffassung hier die Frage nach der Befugnis stellen lässt.

27 *Sturm* (o. Fn. 15), ZBB 2010, 20 (31).

che Verbände werden Zeitschriften ausgewertet und ihre Meldungen in anderen Medien aufgegriffen. Gerade in Bezug auf das Internet lässt sich überdies nur schwer abschätzen, welche Kriterien dazu führen, dass eine Seite aufgerufen wird. Eine Vernetzung in einschlägigen Suchmaschinen kann dazu führen, dass ein breites Publikum die Nachricht findet und liest. Ein Garant hierfür ist dieser Umstand aber nicht. Außerdem leistet der vorgeschlagene Ansatz doch wieder der Monopolisierung Vorschub, nur um eine Ebene verlagert. Pressefreiheit muss aber auch für denjenigen ein belastbares Grundrecht sein, der als „Einzelkämpfer“ investigativen Journalismus jenseits etablierter Verlage betreiben und wichtige Nachrichten verbreiten möchte, ohne über die Mittel zu verfügen, diese selbst einem Massenpublikum zugänglich zu machen. Wer nur die finanziellen Mittel aufbringen kann, um einhundert Flugblätter zu fertigen oder eine Nachricht auf seiner eigenen werbefinanzierten und daher kostenlosen Homepage zugänglich zu machen, darf nicht schon um dieses Umstandes willen auf seine Freiheit verzichten müssen, wenn er vor Gefahren warnen, auf politisch bedeutsame Umstände hinweisen oder kriminelle Machenschaften anprangern möchte. Hier zeigt sich auch die Überschneidung mit der ebenfalls durch Art. 5 Abs. 1 GG geschützten Meinungsäußerungsfreiheit. Gerade wenn es im öffentlichen Interesse liegt, dass derartige Umstände publik werden, ist ein rein formales Kriterium ungeeignet, zu einer verhältnismäßigen Begrenzung grundrechtlicher Freiheiten zu führen. So etwa im Falle eines Verbandsfunktionärs, der als Aufsichtsrat in eine Korruptionsaffäre einer AG verwickelt ist. Hier besteht ein hohes Interesse der Verbandsmitglieder, dass diese Information in der Verbandszeitsschrift verbreitet wird – auch wenn diese die vorgenannten Kriterien nicht erfüllen wird. Auch im Falle eines korrupten AG-Vorstandes, der in seinem Heimatort für ein öffentliches Amt kandidiert, gibt es ein schwerwiegendes öffentliches Interesse an der Information der Wähler – und sei es in der Stadtteilzeitung oder im offenen Kanal.

Soweit von denjenigen Journalisten, deren Publikationsplattform nicht in der geforderten Weise vernetzt ist, verlangt wird, „zusätzliche Anstrengungen zur Herstellung der Bereichsöffentlichkeit zu unternehmen“ und dabei unter Verweis auf die Information von Nachrichtenagenturen oder Börseninformationsdiensten das „Herstellen der Kenntnismöglichkeit der Bereichsöffentlichkeit als

geschuldeter Erfolg“ angemahnt wird,²⁸ geht dies zwar im Ansatz in eine begrüßenswerte Richtung. Jedoch kann nicht als sicher angesehen werden, dass es dem publizierenden Journalisten gelingen wird, die recherchierte Information auch in anderen – konkurrierenden – Presseerzeugnissen zum Abdruck zu bringen. Hat er zu diesem Zeitpunkt bereits in seinem regionalen oder lokalen Medium publiziert, so droht diese Publikation bei Ausbleiben des zeitnah „geschuldeten Erfolges“ unbefugt zu sein. Hiergegen streiten aber erneut die bereits vorgebrachten Argumente: Ein solches Modell leistet der Monopolisierung Vorschub und berücksichtigt nicht das öffentliche Interesse an einer sofortigen Publikation. Außerdem ist so für den Journalisten ex ante überhaupt nicht abwägbar, ob sein Verhalten befugt oder unbefugt ist. Wartet er hingegen mit der Veröffentlichung in seinem lokalen Medium, bis es ihm gelungen ist, die Meldung über überregionalen Medien zu lancieren, verzögert sich die lokale Veröffentlichung – im Falle seines Scheiterns ggf. sogar dauerhaft. Außerdem stellt sich dann das Problem der unbefugten Weitergabe schon deshalb nicht mehr, weil infolge öffentlicher Bekanntheit keine Insiderinformation mehr vorliegt. Deshalb müssen praktikablere Wege gefunden werden.

IV. Alternative Lösungen

1. Unzugänglichkeit der Ad-hoc-Publizität für Journalisten

Einen sicheren Weg, die Bereichsöffentlichkeit herzustellen (und damit der Nachricht den Insidercharakter zu nehmen), bietet die Ad-hoc-Publizität über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem nach § 5 WpAIV. Dieser Publikationsweg ist allerdings faktisch wie rechtlich allein auf die Mitteilung durch den Emittenten zugeschnitten.²⁹ Gerade der Journalist, der über nur bescheidene Mittel zur Recherche verfügt, wird nicht in der Lage sein, die nach § 3a Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpAIV geforderten technischen Anforderungen zu erfüllen. Außerdem muss die Mitteilung, damit sie publikationsfähig ist und von den Marktteilnehmern adäquat wahrgenommen werden kann, detaillierte Angaben zu

28 *Sturm* (o. Fn. 15), ZBB 2010, 20 (31); a. A. *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (705), der den Willen ausreichen lässt, die Öffentlichkeit herzustellen, und keinen Erfolg verlangt.

29 *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704).

den betroffenen Wertpapieren etc. nach § 4 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpAIV enthalten sowie Einschätzungen zum Emittentenbezug und zur Handelsrelevanz der Information nach § 4 Abs. 1 S. 1 Nr. 6 f. WpAIV aufweisen, die der Journalist, der nicht über fundierte Kenntnisse über die Börse und das WpHG verfügt, nicht leisten kann. Auch die erforderliche Abstimmung mit bereits zuvor veröffentlichten Ad-hoc-Mitteilungen nach § 4 Abs. 2 WpAIV kann der Journalist als Outsider nicht vornehmen. Da die entsprechenden Publikationsdienste zudem nicht in der Lage sein werden, jede fragmentarische Mitteilung eines Laien auf Relevanz und Richtigkeit hin zu überprüfen und zu vervollständigen, müssen sie, um der Gefahr fehlerhafter Mitteilungen zu entgehen, von einer Veröffentlichung Abstand nehmen.³⁰ Andernfalls wäre zudem der Möglichkeit Tür und Tor geöffnet, mittels diffuser, vermeintlich journalistisch recherchierter, aber fehlerhafter Ad-hoc-Mitteilungen auf Börsenpreise einzuwirken. Dies verstieße gegen das Verbot aus § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG. Um derartigen Möglichkeiten vorzubeugen, ist das Verfahren zur Herbeiführung der Ad-hoc-Publizität auf Emittenten beschränkt.

2. Eigener Lösungsvorschlag

a) Überblick: Anzeigemodell mittelbarer Ad-hoc-Publizität

Zur Abhilfe soll daher hier eine andere Lösung vorgeschlagen werden: Der Journalist zeigt dem betroffenen Emittenten seine (geplante) Veröffentlichung an, damit dieser dann in autorisierter und vollständiger Weise eine Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht. Der Journalist führt also die vom Insiderrecht angestrebte Ad-hoc-Publizität nicht unmittelbar, sondern mittelbar durch seine Anzeige herbei. Dies führt dann zur Zulässigkeit der eigenen Veröffentlichung durch den Journalisten.

30 Vgl. *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704).

b) Insiderrechtliche Zulässigkeit der Anzeige

Die Möglichkeit, den betroffenen Emittenten zu informieren, ist dem Journalisten insiderrechtlich nicht verwehrt. Regelmäßig wird der Emittent die Information bereits kennen, sodass keine Mitteilung oder Zugänglichmachung i. S. d. § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG vorliegt.³¹ Kennt der Emittent die Information ausnahmsweise nicht, so ist bei einer Mitteilung an ihn zu erwägen, ob diese Information dann überhaupt an einen „anderen“ gelangt. Die Marktmissbrauchsrichtlinie³² erlegt in Art. 3 lit. a den Mitgliedstaaten auf, die Weitergabe an „Dritte“ zu untersagen. Der Emittent als Bezugspunkt der Information kann aber allenfalls „Zweiter“, nicht aber (unbeteiligter) „Dritter“ in Relation zur Information sein, sodass sich vertreten ließe, hier eine richtlinienkonforme Beschränkung vorzunehmen. Jedenfalls kann eine derartige Mitteilung aber nicht unbefugt sein. Hierzu soll nur auf die entwickelten Grundsätze zur Weitergabe an Betriebsin- und -externe durch den Emittenten nach dem Kriterium der berufsbezogenen Unerlässlichkeit verwiesen werden.³³ Für die effektive Aufgabenerfüllung seitens des Emittenten wird es immer unerlässlich sein, Informationen, die von derartiger Relevanz sind, dass sie Anleger im Hinblick auf ihre Investitionsentscheidungen beeinflussen können, zu kennen.

c) Zeitliches Verhältnis von Ad-hoc-Publizität und Veröffentlichung durch den Journalsiten

Veröffentlicht der Emittent die Insiderinformation nach Erhalt der journalistischen Anzeige ad hoc, so verliert sie infolge der dann eingetretenen Bekanntheit ihren Status als Insiderinformation. Wird der journalistische Bericht, der diese Information enthält, erst nach dieser Ad-hoc-Publikation veröffentlicht, so kann dies nicht mehr gegen das Insiderrecht verstoßen.

Auch die zeitgleiche Veröffentlichung als Ad-hoc-Mitteilung und durch den Journalisten muss als tatbestandslos gewertet werden. Zum einen tritt zeitgleich

31 *Assmann* (o. Fn. 1), § 13 Rn. 70, zur Tatbestandslosigkeit bei Weitergabe dem Empfänger schon bekannter Informationen.

32 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.01.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. L 96 vom 12.04.2003, S. 16.

33 *Assmann* (o. Fn. 1), § 13 Rn. 89 ff.

öffentliche Bekanntheit ein. Zum anderen legt § 15 Abs. 5 S. 1 WpHG nahe, dass insiderrechtlich eine gleichzeitige Veröffentlichung unbedenklich ist.

Problematisch sind damit die Fälle, in denen der Emittent die Information erst nach der Veröffentlichung des Journalisten ad hoc publizieren lässt. Insbesondere ist zu fragen, ob dem Journalisten aufzuerlegen wäre, dem Emittenten mit angemessener Vorlaufzeit die geplante Veröffentlichung anzuzeigen.

Hierzu ist zunächst festzuhalten, dass ein Journalist, der erst zeitgleich mit der eigenen Veröffentlichung den Emittenten informiert, seinerseits nicht gegen § 15 Abs. 5 S. 1 WpHG verstößt. Diese Norm richtet sich nur an den Veröffentlichungspflichtigen nach § 15 Abs. 1 WpHG, also den (Inlands-)Emittenten. Nun ist bereits dargelegt worden, dass die Ad-hoc-Publizität über die entsprechenden Online-Dienste binnen 30 Minuten hergestellt werden kann. Die entsprechenden Dienstleister bieten diesen Service zu jeder Tageszeit an,³⁴ wie sich auch anschaulich anhand einer Ad-hoc-Meldung belegen lässt, die um 0:26 Uhr veröffentlicht wurde.³⁵ Da § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG die unverzügliche Veröffentlichung vorschreibt, verlangt die *BaFin*, dass Insiderinformationen, die im Unternehmen an einer Stelle auftreten, welche ihrerseits nicht zur Publikation berechtigt ist, ohne Verzögerung an die für die Ad-hoc-Publikation zuständige Stelle weitergeleitet werden.³⁶ Dieser Stelle bleibt Zeit zur Prüfung, ob eine Ad-hoc-Publikation erforderlich ist. Demgemäß muss der Emittent so organisiert sein, dass er jederzeit eine erforderliche Ad-hoc-Mitteilung veröffentlichen kann.³⁷ Wenn sich abzeichnet, dass eine Insiderinformation veröffentlicht werden muss, hat der Emittent hierzu bereits Vorarbeiten zu leisten, um die Veröffentlichung so vorzubereiten, dass die Veröffentlichungsentscheidung unverzüglich umgesetzt werden kann.³⁸ Für den naheliegenden Fall, dass ein Journalist investigativ eine Insiderinformation ermittelt, von deren Veröffentlichung der Emittent wegen § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG bislang absehen durfte, musste und konnte er – in dem Wissen, dass der Befreiungsgrund jederzeit wegfallen könnte

34 Vgl. *Assmann* (o. Fn. 1), § 13 Rn. 251, unter Verweis auf die *BaFin*.

35 *Deutsche Steinzeug Cremer & Breuer AG*, Verkauf/Unternehmensstrukturierung, Ad-hoc-Mitteilung vom 10.03.2010, abrufbar im Internet: <http://www.dgap.de/news/adhoc/deutsche-steinzeug-cremer-breuer-ag_647_619096.htm> oder menügeführt über <<http://www.dgap.de>> → Erweiterte Suche → Unternehmen „Deutsche Steinzeug“, Volltext „Verkauf“ (Stand: 01.11.2010).

36 *BaFin* (o. Fn.10), S. 80.

37 *BaFin* (o. Fn.10), S. 80.

38 *BaFin* (o. Fn.10), S. 80.

– die Veröffentlichung bereits soweit vorbereiten, dass es nur noch der Umsetzungsentscheidung bedarf. Wenn ein Journalist die Möglichkeit erkannte, dass er über eine Insiderinformation berichten könnte, so liegt es weiterhin nahe, dass bei einer entsprechenden Anzeige gegenüber dem Emittenten dessen geschultes Personal keine nennenswerte Zeit benötigen dürfte, um die – vorbereitete – Ad-hoc-Mitteilung zur Veröffentlichung freizugeben. Damit ist es dem Emittenten zuzumuten, nahezu ohne nennenswerte Verzögerung nach einer entsprechenden journalistischen Anzeige den Ad-hoc-Publizitätsdienst in Anspruch zu nehmen. Insgesamt dürfte sich die zeitliche Differenz zwischen einer journalistischen Veröffentlichung und dem Herstellen der Bereichsöffentlichkeit damit auf einen Zeitraum von einer Stunde, maximal einigen wenigen Stunden belaufen.

Schon hinsichtlich der regional verbreiteten Medien ist der Gedanke aufgeworfen worden, dass die zeitnahe Multiplikation durch andere Medien zur zeitnahen Massenpublizität führen kann. *Sturm* hält dieses Zeitmoment für vernachlässigbar und die Veröffentlichung auch in einer regionalen Zeitung dann für zulässig, wenn diese Multiplikation „binnen eines überschaubaren Zeitraumes“ erfolgt.³⁹ Realitätsnah wird selbst bei Veröffentlichungen einer überregionalen Zeitung eine Auswertung bedeutsamer Inhalte in den (übrigen) Massenmedien erst mit einigem zeitlichen Abstand erfolgen, der auch größer als eine Stunde sein kann. Wenn durch die hier vorgeschlagene Anzeige des Journalisten an den Emittenten spätestens zeitgleich mit der Veröffentlichung damit zu rechnen ist, dass die interessierten Marktteilnehmer in einem vergleichbaren Zeitraum zumindest über das elektronisch betriebene Informationsverbreitungssystem gleichförmig Zugang zur Information erhalten, so muss dies ebenfalls als ein „überschaubarer Zeitraum“ angesehen werden. Es wäre deshalb nichts gewonnen, würde man dem Journalisten die Veröffentlichung unter Anzeige gegenüber dem Emittenten versagen. Vielmehr muss eine derartige Weitergabe ebenfalls als befugt eingestuft werden.

39 *Sturm* (o. Fn. 10), ZBB 2010, 20 (30 f.); darauf stellt im Ergebnis letztlich auch *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704 ff.), ab, der darin allerdings schon keine „Mitteilung“ erblickt.

d) Publikationspflicht für den Emittenten

Soweit nun noch Zweifel bestehen, ob die Publikationspflichten aus § 15 WpHG, die durch eine Ahndungsmöglichkeit als Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. a WpHG bei vorsätzlichem oder leichtfertigem Unterlassen sowie durch einen Schadensersatzanspruch aus § 37b WpHG flankiert werden,⁴⁰ ausreichen, um den Emittenten zur skizzierten unverzüglichen Ad-hoc-Publikation zu bewegen,⁴¹ sei folgendes zu bedenken:

Auf § 15 Abs. 3 S. 1 WpHG kann sich der Emittent nun nicht (mehr) erfolgreich berufen. Durch die Anzeige ist ihm bekannt, dass der Journalist die Information alsbald publizieren wird oder sogar bereits zeitgleich publiziert hat. Damit kann er nun aber nicht mehr sicherstellen, dass diese Information vertraulich bleibt.⁴²

Darüber hinaus wird die BaFin als zuständige Bußgeldstelle bei ggf. eingeleiteten Ermittlungen wegen eines Verstoßes des Emittenten gegen seine Veröffentlichungspflicht leichtes Spiel haben. Sofern sie den Journalisten befragt, wird dieser auf seine Anzeige an den Emittenten verweisen, ggf. sogar unter Angabe der genauen Uhrzeit. Damit muss der Emittent damit rechnen, dass pflichtwidrige Verzögerungen nicht unentdeckt bleiben. Da bereits die nicht rechtzeitige Veröffentlichung den Bußgeldtatbestand auslöst, besteht angesichts der hohen Aufklärungswahrscheinlichkeit ein hinreichender Sanktionsdruck, um eine Befolgung zu gewährleisten.

e) Zumutbarkeit der Anzeige

Den Journalisten belastet die Mitteilung an den Emittenten nur wenig und ist ihm jedenfalls zumutbar. Sie lässt sich mit einfachen technischen Mitteln wie Fax oder E-Mail bewältigen, auf die heute derjenige, der zur Vervielfältigung von Texten (Herstellung von Plakaten oder Flugblättern) oder zum Einstellen einer Nachricht in das Internet fähig ist, auch verfügen wird. Die Übermittlung einer

40 Zu letzterem darauf *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (707).

41 So die Anklänge bei *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704), der Abhängigkeit von der „Gnade“ des Emittenten attestiert.

42 Dies übersieht *Schneider* (o. Fn. 13), NZG 2005, 702 (704 Fn. 15), wenn er von einer (noch) wirksamen Befreiungsmöglichkeit von der Ad-hoc-Publizitätspflicht ausgeht.

Kopie des vorbereiteten Textes dürfte genügen. Sofern der Journalist nicht über diese Mittel verfügt, kann er den Emittenten per Telefon in Kenntnis setzen. In allen Fällen dürfte sich technisch der genaue Zeitpunkt der Anzeige ermitteln lassen.

f) Straf- und bußgeldrechtliche Konsequenzen bei unterlassener Anzeige

Zeigt der Journalist, der in einer nur lokalen Zeitung veröffentlichen kann, die erst mit deutlicher Verzögerung durch die Massenmedien ausgewertet wird, seine Publikation nicht dem Emittenten an, handelt er unbefugt. Die Strafvorschrift des § 38 Abs. 1 WpHG setzt allerdings vorsätzliches Handeln voraus, die Bußgeldvorschrift des § 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG verlangt Vorsatz oder Leichtfertigkeit. Der Journalist ist damit gehalten, stets sorgfältig zu hinterfragen, ob der von ihm zur Publikation vorgesehene Text eine Insiderinformation enthalten könnte. Kommt er trotz sorgsamer Prüfung zum negativen Ergebnis, wird ihm im Nachhinein schwerlich der Vorwurf leichtfertigen Handelns zu machen sein.

D. Fazit

Journalisten lokaler, regionaler oder auf das Internet beschränkter Medien ist es zuzumuten, ihre Veröffentlichung dem Emittenten eines Insiderpapiers anzuzeigen, wenn diese Veröffentlichung Insiderinformationen enthält. Der Emittent ist dann kapitalmarktrechtlich verpflichtet, umgehend über eine Ad-hoc-Publikation die Bereichsöffentlichkeit herzustellen. Die Information verliert dadurch ihren Charakter als Insiderinformation. Damit gibt der Journalist durch seine Veröffentlichung nicht unbefugt eine Insiderinformation weiter.

Durch das hier vorgeschlagene Modell gelingt es, die Ziele des Insiderrechts einerseits und die Pressefreiheit andererseits derart miteinander in Einklang zu bringen, dass durch sichere Herstellung der vom Insiderrecht angestrebten Publizität Informationsvorsprünge eines begrenzten Personenkreises verhindert werden, ohne hierfür Einschränkungen des hohen Guts der Presse- bzw. Rundfunkfreiheit hinnehmen zu müssen.

Wirtschaftsjournalistin als Tatmittlerin der Preismanipulation?*

Anmerkung zu südkoreanischen Urteilen zum Fall Hermes/Clements

Chulhee Yim (임철희)

A. Der Fall Hermes/Clements

Der Sachverhalt des hier zu besprechenden Falls Hermes/Clements, der hauptsächlich aus den Urteilsbegründungen beider Tatgerichte entnommen wird, wird im Folgenden zusammen mit der Übersetzung des journalistischen Zeitungsartikels kurz dargestellt, bevor wesentliche Urteilsgründe summiert werden sollen, um diese sowie damit einhergehend die gerichtlichen Entscheidungen kritisch zu würdigen.

I. Sachverhalt

Robert Clements, der zuständige Fondsmanager der britischen Hermes Investment Management Ltd., erwarb vom 5. 11. 2003 bis 2. 3. 2004 für diesen Fonds 7.772.000 (und damit knapp über 5%) der Stammaktien der Samsung C&T AG und kaufte am 3. 3. 2004 für eigene Rechnung 8.300 Vorzugsaktien derselben AG. Der Investmentfonds teilte gemäß § 200-2 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 kWpHG¹ der

* Für kritische Diskussionen, wertvolle Anregungen und die sprachliche Revision bin ich meinen Freunden Susann Kroke, Marcus Bergmann und Christoph Löffler sehr dankbar. Und ich bedanke mich bei Herrn Prof. Dr. Schröder herzlich für die Motivation und die Ermutigung dazu, im Symposium einen kurzen Vortrag zu halten und diesen kleinen Beitrag zu leisten.

1 Das koreanische WpHG wurde inzwischen durch das am 4. 2. 2009 in Kraft getretene „Gesetz über den Kapitalmarkt und das Finanzdienstleistungsgewerbe“ vollständig ersetzt. Nach § 41 Abs. 1 der „Nebenregelungen“ des neuen Gesetzes soll jedoch das kWpHG noch für alte strafbare Fälle angewendet werden. Im Folgenden wird das kWpHG in der Fassung vom 1. 4. 2004, das zum Tatzeitpunkt galt, ohne Angabe von „a. F.“ zitiert.

koreanischen Finanzmarktaufsichtsbehörde und der Koreanischen Wertpapierbörse den Erwerb des 5%-Stimmrechtsanteils mit. Dabei erklärte Hermes sein mit dem Besitz verfolgtes Ziel als schlichte „Kapitalanlage“, die von dem nach § 200-2 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 und Satz 2 kWpHG i. V. m. § 86-4 Abs. 1 Nr. 3 und § 86-7 Abs. 2 WpHGVO mitzuteilenden besonderen Ziel „die Beteiligung an dem Management oder der Kontrollerwerb“ zu unterscheiden ist. Der Fondsmanager und sein koreanischer Broker Shin Kim versuchten danach mehrmals „aktiv“ im Wege von Pressekampagnen und Vorträgen den Aktienerwerb und die Gespräche mit dem Vorstand der Samsung C&T AG zu „plakatieren“, indem sie die Möglichkeit einer feindlichen Übernahme der eine wesentliche Rolle für die Corporate Governance der Samsung-Unternehmensgruppe spielenden AG durch ausländische Investoren hervorhoben. Auch unabhängig davon wurde über die Übernahmemöglichkeit in der Tages- und Fachpresse berichtet.

Am 26. 11. 2004 kündigte der Vorstand der Samsung C&T AG einen Rückkauf eigener Aktien für 60 Milliarden Won an. In einer Pressemitteilung vom gleichen Tag äußerte Hermes die Erwartung, das Rückkaufprogramm werde den Shareholdervalue verbessern, und machte zugleich deutlich, dass vom Vorstand der der Samsung C&T AG weitere Maßnahmen erwartet würden. Der Fondsmanager lehnte den Vorschlag des Brokers, weitere Aktien der Samsung C&T AG zu kaufen, ab und fragte ihn nach lohnenden Ersatzinvestitionen für den Fall des Verkaufs seiner Vorzugsaktien. Weiterhin bat Clements seinen Broker Shin Kim „to speak to your friends at the newspaper“. Der Broker empfahl, ein Telefoninterview mit der Presse durchzuführen. Dem stimmte der Fondsmanager zu. Der Broker nahm einen Kontakt mit der ihm bekannten Wirtschaftsjournalistin Hyejeon Jeong bei der größten koreanischen Tageszeitung Chosunilbo auf. Sie stellte vor dem Telefoninterview einen Fragebogen zur Verfügung, in dem sich die Fragen unter anderem auf die Übernahmemöglichkeit fokussierten. Bei der Vorbereitung des bevorstehenden Interviews informierte der Fondsmanager den Broker über seine Beantwortungsstrategie, die – entgegen dessen Vorschlag – „ein bisschen aggressiv“ in Bezug auf die Übernahmemöglichkeit sein werde. Vor dem Interview unterstrich der Broker gegenüber der Journalistin, dass das Ziel des Interviews nicht in der Preismanipulation, sondern in der Korrektur und Verbesserung des verzerrten Images von Hermes liege.

Bei dem telefonischen Interview am 29. 11. 2004, das unter Übersetzung vom Broker vorgenommen wurde, erklärte der Fondsmanager unter anderem: Der Versuch einer feindlichen Übernahme sei möglich, wenn der jetzige Vorstand der Samsung C&T AG keine hinreichenden Maßnahmen zur Erhöhung des

Shareholdervalue unternehmen wolle, denn er halte die Aktien für sehr unterbewertet. Wegen der gegenwärtigen Zurückhaltung des Managements werde Hermes aber den derzeitigen Vorstand vielleicht nicht unterstützen können, wenn ein anderer Investor eine Übernahme versuchen würde. Er wisse allerdings nicht, ob es tatsächliche Bestrebungen für eine feindliche Übernahme gebe. Er hoffe jedenfalls, dass der Investmentfonds weiter mit dem gegenwärtigen Vorstand der Samsung C&T AG kooperieren werde, um damit den Shareholdervalue zu verbessern.

Die Journalistin veröffentlichte – nach Korrekturlesen und leichten Umformulierungen des Manuskripts durch den Broker – am 1. 12. 2004 einen Zeitungsartikel mit dem Titel „Übernahme von Samsung C&T AG durch ausländische Investoren möglich“:

„Hermes Investmentfonds, der drittgrößte Aktionär von Samsung C&T AG (5% der Stammaktien), warnte davor, dass die Samsung C&T AG Zielobjekt einer feindlichen Übernahme werden könne. Robert Clements, der Fondsmanager von Hermes [...], sagte am 30. 11. 2004 beim telefonischen Interview zu unserer Tageszeitung: „Ebenso wie die Sovereign Asset Management seinerzeit die SK AG angegriffen hat, so ist es durchaus möglich, dass nun auch die Samsung C&T AG durch ausländische Investoren übernommen werden wird.“ Er erklärte: „Es gibt im Markt Bestrebungen für einen Managementwechsel und zur Erhöhung des Unternehmenswerts, weil die Aktien der Samsung C&T AG sehr unterbewertet sind. Hermes wird möglicherweise einen Investmentfonds, der eine feindliche Übernahme der Samsung C&T AG versucht, unterstützen, wenn sich der jetzige Vorstand nicht für die Maximierung des Shareholdervalue entscheidet, das Interesse der Familien des Samsung-Chefs oder der gesamten Samsung-Unternehmensgruppe bevorzugen und sich damit die Corporate Governance der Samsung C&T AG nicht verbessern wird.“ [...] Nachdem der Gesamtanteil ausländischer Investoren in jüngerer Zeit bis auf 40% gestiegen ist, war eine Übernahmemöglichkeit ständiger Gegenstand der öffentlichen Diskussion. [...] Clements machte dem Vorstand der Samsung C&T AG den Vorschlag, Aktien der anderen Unternehmen der Samsung-Unternehmensgruppe zu verkaufen, Unternehmensschulden zu verringern, überkomplexe Geschäftsbereiche abzubauen und die Tätigkeitsbereiche auf das Baugeschäft zu konzentrieren. [...] Die Samsung SDI AG kaufte im September Aktien der Samsung C&T AG für 70 Milliarden Won und erhöhte dadurch ihre Anteilsquote von 4,83% auf 7,43%. Die Samsung C&T AG erwarb [...] eigene Aktien für 60 Milliarden Won, um das gegenwärtige Management zu verteidigen. Dazu sagte Clements: „Dieser Erwerb eigener Aktien durch Samsung C&T AG ist sehr positiv, weil er das Shareholdervalue erhöht.“ [...]“²

Der Fondsmanager sagte am Tag der Veröffentlichung des Berichts der Journalistin zu seinem Broker: „Ich bin sehr zufrieden. Der Bericht war gut, sehr aggressiv.“ Und er fragte ihn nach der Möglichkeit des Verkaufs innerhalb 5 Tagen, indem er nachdrücklich betonte, er habe momentan keinen Verkaufswillen und würde vielleicht die Aktien verkaufen, wenn der Preis um mehr als 50% steigen würde. Während der Aktienpreis trotz der Veröffentlichung des Berichts keine auffällige Veränderung erfuhr, war das tägliche Transaktionsvolumen überraschend um 177% gestiegen. Der Broker verriet an demselben Tag auf die Anfrage seines Kollegen hin seine Mutmaßung über den bevorstehenden Plan des Fondsmanager: „Das Interview mit der Journalistin bei der Tageszeitung Chosunilbo nahm Hermes planmäßig vor. Ich weiß, was Hermes will.“ Gleich am nächsten Tag, 2. 12. 2004, erklärte der Fondsmanager dem Broker, dass er seine Meinung revidiert habe: Der Aktienpreis enttäusche ihn, und er wolle die Aktien verkaufen. Am 3. 12. 2004 verkaufte Hermes alle Aktien der Samsung C&T AG. Auch Clements trennte sich von seinen Samsung C&T AG-Vorzugsaktien.

II. Wesentliche Urteilsgründe

Die Staatsanwaltschaft Bezirk Seoul Mitte hat aufgrund eines Verstoßes gegen § 215 i. V. m. § 207-2 Abs. 2 Nr. 1 und § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG eine Anklage gegen Hermes Investment Management Ltd. erhoben, aber aus faktischen Gründen³ nicht den Fondsmanager Clements angeklagt, aus nicht nachvollziehbaren Gründen auch nicht den Broker Kim.⁴ Die Journalistin Jeong wurde ebenfalls nicht angeklagt, sondern nur als Zeugin geladen. Die Staatsanwaltschaft behauptete, dass der Fondsmanager eine Variante des Scalpings

3 Der Fondsmanager konnte wegen des ausländischen Wohnsitzes und der Flucht nach der Kündigung seines Arbeitsvertrags weder gefasst noch angeklagt werden.

4 Unverständlich bleibt, dass keine Anklage gegen den Broker Kim erhoben wurde. Die Strafbarkeit des Unternehmens gemäß § 215 kWpHG setzt die Strafbarkeit seines Angestellten gemäß § 207-2 kWpHG voraus, mit der auch die Strafbarkeit des Brokers verknüpft werden muss. Wenn man also als notwendige Bedingung für die Strafbarkeit des Unternehmens das Verhalten des Fondsmanagers als strafbar qualifiziert hat, hätte man auch die Vermittlung und Übersetzung des Interviews durch den Broker und sein Korrekturlesen des von der Journalistin verfassten Manuskripts mindestens als Beihilfe zur Preismanipulation in Betracht ziehen müssen. Dies gilt insbesondere deswegen, weil er selbst sagte: „Ich weiß, was Hermes will.“

vorgenommen habe. Denn er habe im Interview die (nicht unbedingt unwahre) Übernahmemöglichkeit absichtlich betont, um unter Minimierung des nachteiligen Preiseffekts den Blockverkauf vorzunehmen.

Die relevanten Vorschriften des kWpHG lauten:

§ 188-4 kWpHG (Verbot der Preismanipulation und ähnlicher unfairer Handlungen)

(1) Niemand darf die folgenden Handlungen vornehmen, um in Bezug auf eine Transaktion an der Wertpapierbörse oder der KOSDAQ einen Irrtum eines anderen zu erregen oder ihn zu einer falschen Entscheidung zu verleiten:

1. nach vorheriger Vereinbarung mit einem anderen hinsichtlich des Preises und des Zeitpunktes eines Verkaufs eine Verkaufsoffer abzugeben,
2. nach vorheriger Vereinbarung mit einem anderen hinsichtlich des Preises und des Zeitpunktes eines Kaufs eine Kauforder abzugeben,
3. fiktive, nicht auf den Wechsel des Eigentümers gerichtete Transaktionen durchzuführen,
4. eine der in Nr. 1 bis Nr. 3 aufgezählten Handlungen in Auftrag zu geben oder entsprechende Aufträge anzunehmen.

(2) Niemand darf die folgenden Handlungen vornehmen, um Anleger zu einer Transaktion an der Wertpapierbörse oder der KOSDAQ zu verleiten:

1. allein oder mit anderen abgesprochen über aktive Transaktionen des Wertpapiers täuschen oder dessen Börsenpreis verändern oder solche Handlungen in Auftrag geben oder nehmen,
2. die Äußerung, dass der Preis eines Wertpapiers durch die eigene oder die Marktmanipulation anderer verändert wird, verbreiten,
3. vorsätzlich Tatsachen, die für den Erwerb oder die Veräußerung eines Wertpapiers erheblich sind, unrichtig oder irreführend darstellen.

(3) (...)

(4) In Bezug auf den Erwerb oder die Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstige Transaktionen darf niemand die folgenden Handlungen vornehmen:

1. zur Verschaffung eines unbilligen Vorteils falsche Kurse oder falsche Tatsachen sowie Gerüchte verbreiten oder einen irreführenden Plan einsetzen,
2. zur Erlangung von Geld oder eines sonstigen Vermögensvorteils ein Dokument verwenden, in dem ein wichtiger Umstand falsch dargestellt wird oder weggefallen ist, und dadurch einen Irrtum erregen.

§ 207-2 kWpHG (Strafvorschriften)

(1) Mit Freiheitsstrafe bis zu 10 Jahren oder mit Geldstrafe bis zu 20 Million Won wird bestraft, wer

1. (...)

2. gegen das Verbot des § 188-4 verstößt.

(2) Beträgt der erzielte Gewinn oder der vermiedene Schaden für den Täter einer Straftat nach Abs. 1 mehr als 500 Millionen Won, wird die Strafe folgendermaßen verschärft:

1. Für die über 5 Milliarden Won hinausgehende Gewinnerzielung oder Schadenvermeidung beträgt die Strafe lebenslange Freiheitsstrafe oder Freiheitsstrafe nicht unter 5 Jahren.

2. (...)

§ 215 kWpHG (Doppelstrafen)

Wenn der Vorstandsvorsitzende einer juristischen Person, ein Vertreter oder eine vertretungsberechtigte Person sowie der Arbeitnehmer einer natürlichen oder juristischen Person in Bezug auf geschäftliche Angelegenheiten dieser natürlichen oder juristischen Person eine Straftat nach § 207-2 bis § 212 begeht, wird zusätzlich gegenüber der natürlichen oder juristischen Person die jeweils dort geregelte Geldstrafe verhängt.

Der Kern der auch vom Koreanischen Gerichtshof (KGH)⁵ bestätigten Begründung der Urteile durch das Bezirksgericht (BG) Seoul Mitte und das Obergericht (OG) Seoul,⁶ die miteinander in dem Freispruch des Angeklagten übereinstimmen, wird im Folgenden thesenartig zusammengefasst:

[1] Nach der Ansicht des BG Seoul Mitte und des KGH ist unter „einem irre-führenden Plan“ i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG zu verstehen ein „Mittel oder Plan oder Trick, das/der auf die Täuschung eines Kontrahenten oder unbestimmter Anleger und deren Verleitung zu einem bestimmten Verhalten

5 KGH, Urte. v. 15. 5. 2008 – 2007do11145. Dieses und die im Folgenden zitierten Urteile können unter <<http://law.go.kr>> oder <<http://glaw.scourt.go.kr/jbsonw/jbson.do>> im Volltext abgerufen werden.

6 BG Seoul Mitte, Urte. v. 29. 9. 2006 – 2006gohab115; OG Seoul, Urte. v. 3. 12. 2007 – 2006no2304.

abzielt“.⁷ Indem das BG Seoul Mitte gelegentlich neben dem Wort „irreführender Plan“ auch „irreführende Handlung“ benutzt,⁸ umschreibt es das Tatbestandsmerkmal mehrfach als „Täuschung der Investoren“.⁹ Das OG Seoul bringt zwar keine eigene Definition des Tatbestandsmerkmals vor, doch erwähnt es „die Irrtumserregung beim Kapitalanleger“ oder „den für Irrtumserregung tauglichen Inhalt“.¹⁰

[2] Als Hauptargument für den Freispruch wurde von den drei Gerichten¹¹ einstimmig angeführt, dass der Fondsmanager bei der Antwort auf die von der Journalistin gestellte Frage nach der Möglichkeit feindlicher Übernahme – bei einer „Gesamtbetrachtung“ – nur eine „allgemeine oder hypothetische“ Möglichkeit für eine (feindliche) Übernahme äußerte, welche wegen vorangegangener mehrfacher Berichterstattungen auch durch andere Tageszeitungen und Fachmagazine den Kapitalanlegern wohl schon „bekannt oder zugänglich“ gewesen sei. Weder eine absichtliche Betonung der bekannten Übernahmemöglichkeit noch eine Stellungnahme zur Frage einer eigenen möglichen Teilnahme an einer bloß denkbaren Übernahme könnten das Tatbestandsmerkmal „irreführender Plan“¹² erfüllen. Denn es handele sich hierbei um eine bloße „Meinungsäußerung“. Diese aber werde nicht unter das Tatbestandsmerkmal subsumiert, es sei denn, dass der Fondsmanager überhaupt keinen Willen gehabt habe, sich an einer möglichen Übernahme zu beteiligen. Nach den gerichtlichen Feststellungen¹³ habe die Journalistin in ihrem Bericht „fehlerhaft vermutet“, dass es im Markt Bestrebungen einer feindlichen Übernahme gebe, obwohl der Fondsmanager im Interview mehrmals ausdrücklich auf entsprechende Fragen verneinend geantwortet hatte. Die fehlerhafte Wiedergabe durch die Journalistin und die halb wahre Betitelung des Beitrags durch den Redakteur der Tageszeitung seien dem Fondsmanager und seinem Investmentfonds nicht zuzurechnen.

7 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 10; KGH (o. Fn. 5), S. 2. Dabei lässt der KGH den konkreten Gehalt des Verhaltens, zu dem verleitet werden soll, offen, während das BG Seoul Mitte das Verhalten als „Transaktion oder sonstigen Handel“ bezeichnet.

8 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 12, 14, 15.

9 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 10, 12, 13.

10 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31, 37.

11 KGH (o. Fn. 5), S. 2 f.; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 33 ff.; BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 11 ff.

12 Die beiden Gerichte lassen dabei dahingestellt sein, welchen Sinn bei Konturierung des tatbestandsmäßigen Verhaltens der andere Bestandteil der Tathandlung „einsetzen“ haben soll. Dazu komme ich später noch eingehend (vgl. B. I. 3. c)).

13 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 35.

[3] Die Äußerungen des Fondsmanagers im Interview könnten dann irreführend sein, wenn er ausdrücklich erklärt habe, die Aktien weiterhin behalten zu wollen, obwohl er in der Tat schon einen „endgültigen Verkaufswillen“ gefasst hätte.¹⁴ Dass der Fondsmanager aber die Aktien weiter besitzen oder weiter kaufen wollte, lasse sich weder beweisen noch im Zeitungsartikel erkennen.¹⁵ Zweitens seien die Tatrichter der beiden Tatgerichte vom Vorhandensein eines „festgelegten“ Verkaufswillens beim Fondsmanager nicht überzeugt. Für die Beweisführung für diesen Verkaufswillen reichten die seitens der Staatsanwaltschaft vorgebrachten verschiedenen Indizien nicht aus. Diese waren etwa: das Auftragen zur Mobilisierung der Medien, die Äußerungen zur aggressiven Interviewstrategie, die volle Zufriedenheit über den Inhalt des Zeitungsartikels, die geäußerte Enttäuschung zur zu schwachen Kursreaktion, der ganz zeitnahe Aktienverkauf nach der Berichterstattung usw. Dabei führt das BG Seoul Mitte¹⁶ zusätzlich aus, dass aus Treu und Glauben auch dann keine „Rechtspflicht“ des Großaktionärs für eine Abstandnahme vom Interview oder für ein Schweigen über Pläne in Bezug auf den weiteren Aktienbesitz zu begründen sei, wenn er einen baldigen Aktienverkauf nach der Berichterstattung für möglich halte. Weiter führt das BG aus, dass selbst dann, wenn der vorhandene Verkaufswille beweisbar wäre, ein irreführender Eindruck über einen weiteren Aktienbesitz nicht für die Annahme eines „irreführenden Plans“ ausreiche. Vielmehr hätten die Äußerungen des Fondsmanagers einen falschen Eindruck eines zusätzlichen *Aktienkaufs* erwecken müssen.

[4] Während die beiden Tatgerichte einräumen, dass der Fondsmanager im Interview die Absicht zur Erhöhung des Preises oder der Transaktionsvolumina hatte,¹⁷ lehnen sie die staatsanwaltschaftliche Meinung ab, wonach ein irreführender Plan vorliege, wenn jemand in einem Interview ein (wenn auch richtiges) Übernahmegerücht weiter verbreite und dadurch den Preis zu manipulieren beabsichtige. Diese Ansicht begründen sie damit, dass die ausgesagten Inhalte im Interview keine Täuschungskomponente enthielten. Allein die Absicht der Preismanipulation reiche nicht dafür aus, dass ein irreführender Plan angenommen werden könne. In diese Richtung argumentiert das OG Seoul weiter: 1. Es

14 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 13 f.; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 28 ff.

15 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31.

16 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14.

17 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14: „noch den verbleibenden Verdacht an der Preismanipulationsabsicht“; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31 f.: Die Preismanipulationsabsicht könne „mehr oder weniger“ angenommen werden.

sei „selbstverständlich erwartungsgemäß“, dass Äußerungen des Fondsmanagers oder des Brokers auf Preiserhöhungen abzielten – „es sei denn, dass dieses Verhalten rechtswidrig wäre“.¹⁸ 2. Die Tatvariante „irreführender Plan“ i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG müsse – ebenso wie bei § 188-4 Abs. 4 Nr. 2 kWpHG – „nach den objektiven Umständen“ beurteilt werden, aber „nicht nach dem Kriterium der inneren Tatsache des Täters“.¹⁹ Es berief sich dabei auf ein Urteil des KGH²⁰: Keine Fehlinformation i. S. d. § 188-4 Abs. 4 kWpHG sei eine (unternehmerische) Ad-hoc-Mitteilung über den Beschluss einer Hauptversammlung über eine auf einen neuen Tätigkeitsbereich bezogene Satzungsänderung, auch wenn der Vorstand von vornherein überhaupt keinen Willen gehabt habe, in dem neu in die Satzung eingefügten Geschäftsbereich tätig zu werden. Denn die mitgeteilte Satzungsänderung sei tatsächlich durch die Hauptversammlung beschlossen worden.

[5] Der KGH²¹ erblickt außerdem – unter Berücksichtigung lediglich des „Gesetzeszwecks“ nach § 1 kWpHG – den „Normzweck“ des § 188-4 Abs. 4 kWpHG in dem „Schutz der Interessen einzelner Anleger und deren Vertrauens in den Wertpapiermarkt vor betrügerischen unrechten Transaktionen, damit der Wertpapiermarkt bei der Entwicklung der Volkswirtschaft eine wichtige Rolle spielen kann“.

B. Kritische Würdigung

In ihren Entscheidungen zur Strafbarkeit einer „informationsgestützten“ Preismanipulation haben sich die Gerichte – soweit ersichtlich – erstmals explizit mit der Tatbestandsalternative „einen irreführenden Plan einsetzen“ des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG beschäftigt. Dieses Urteil ist einerseits wegen seines Charakters als Grundsatzentscheidung bemerkenswert, andererseits weil ebenso wie bei dem vorherigen Urteil zum Insiderhandel²² Strafbarkeitsrisiken der Wirtschaftsjournalisten bei der Ver- und Aufarbeitung anlagerelevanter Informationen aufgezeigt werden.

18 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 32.

19 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 37.

20 KGH, Urt. v. 14. 11. 2003 – 2003do686.

21 KGH (o. Fn. 5), S. 2.

22 KGH, Urt. v. 25. 1. 2002 – 2000do90.

Bei den Hauptverhandlungen und Urteilsbegründungen ging es nur darum, ob die (im Zeitungsartikel erschienenen) Äußerungen des Fondsmanagers zur Möglichkeit einer feindlichen Übernahme als irreführend qualifiziert werden können. Für die Strafbarkeit vertrat die Staatsanwaltschaft die Ansicht, dass die Verbreitung der Information über die Übernahmemöglichkeit mittels der Berichterstattung dann zweifellos für „listig“ gehalten werden müsse, wenn und weil der Fondsmanager seine Äußerungen mit dem Ziel der Erhöhung des Aktienpreises oder des -transaktionsvolumens²³ gemacht habe. Dies sei von deren (Un-)Richtigkeit oder Bekanntheit unabhängig. Dabei eine wesentliche Rolle spielte vermutlich die Vielzahl aktiver Einflussnahmeversuche auf die Unternehmensleitung und der an diese Versuche anknüpfenden Pressekampagnen des Fondsmanagers²⁴ vor dem Interview. Dagegen verneinen die drei Gerichte übereinstimmend, dass die absichtliche Hervorhebung der schon öffentlich bekannten und an sich nicht unrichtig ausgesagten Übernahmemöglichkeit tatbestandsmäßig sein sollte.

Die verschiedenen Meinungen von Staatsanwaltschaft und den Gerichten, die auch in der Literatur kontrovers diskutiert wurden, werden im Folgenden einer kritischen Prüfung unterzogen und sämtlich zurückgewiesen. Im Folgenden soll zuvor die Urteilsbegründung analysiert werden, wobei die Unklarheit der Begriffsbildung und die Begründungsdefizite zu hinterfragen sind (unter I.), um darauf aufbauend die Strafbarkeit der miteinander über die Übernahmemöglichkeit kommunizierenden Beteiligten zu überprüfen (unter II.). Aus Platzgründen wird jedoch auf die Auseinandersetzung mit anderen wichtigen Problemen wie beispielsweise die Beteiligung des Brokers, das (strafverschärfende) Tatbestandsmerkmal des erlangten Vorteils und nicht zuletzt die Strafbarkeit juristischer Personen verzichtet.

23 Zu einer vergleichbaren Konstellation, in der die „Insider“ (etwa Vorstandsmitglieder) im Wege der „Investor Relations“ einen günstigen Aktienverkauf anstreben, um damit die Liquidität dieses betreffenden Wertpapiers zu erhöhen, vgl. modellhaft *Hong/Huang*, Talking up liquidity: insider trading and investor relations, *Journal of Financial Intermediation* 44 (2005), 1 (2, 4, 21 f.).

24 Vgl. zum Aktivismus „strategischer“ Investoren *Fieseler/Hoffmann/Meckel*, Von der „Wall Street Rule“ zu den „Media Rules“: Bedeutung, Anliegen und Instrumente aktiver Investoren, in: dies. (Hrsg.), *Verkauft und nichts verraten: Kommunikation im Zeitalter sich wandelnder Finanzmärkte*, 2008, S. 16 (32 ff.); ähnlich *Becht/Franks/Mayer/Rossi*, Returns to Shareholder Activism. Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund, ECGI Finance Working Paper No. 123, 2006, abrufbar im Internet: <<http://ssrn.com/abstract=934712>> (Stand: 26. 10. 2010), S. 14 ff.

I. „Einen irreführenden Plan einsetzen“ als „List“?

1. Begriff des „irreführenden Plans“

Der von mir hier ins Deutsche übersetzte „irreführende Plan“ des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG besteht im originalen Gesetzestext aus der Kombination von zwei aus der chinesischen Schrift stammenden Wörtern („偽計“, koreanisch: „위 계“), nämlich unwahr, (vor)täuschen oder vorspiegeln (偽, koreanisch: 위) einerseits und kalkulieren oder planen (計, koreanisch: 계) andererseits. Das zusammengesetzte Wort bedeutet umgangssprachlich „*Ersinnen des einen Anderen irreführenden Plans*“ oder ein so ersonnener Plan.²⁵ In der gesetzlichen Formulierung der Tatbestandsvariante verbindet es sich mit dem Verb „쓰다“, das im Allgemeinen „einsetzen eines Mittels zu einem bestimmten Zweck“ bedeutet, also sich auf Deutsch in Wörter wie etwa „anwenden“, „benutzen“, „gebrauchen“ oder „verwenden“ übersetzen lässt.

Das Tatbestandsmerkmal „irreführender Plan“ tritt wörtlich aber auch in verschiedenen Tatbeständen im kStGB auf. Es ist dort unter grammatisch anderer Formulierung („durch einen irreführenden Plan“) entweder an einen tatbestandsmäßigen Erfolg oder eine erfolgsverbundene Tathandlung gekoppelt oder als Teilakt bei mehraktigen Delikten konzipiert. Den ersteren Fall betreffen Tatbestände wie beispielsweise §§ 137 (Behinderung amtlicher Diensthandlung durch einen irreführenden Plan), 313 Alt. 2 (Schädigung der Kreditwürdigkeit) und 314 Alt. 1 (Behinderung der Geschäftsausführung), 315 Alt. 1 (Wettbewerbswidrige Störung der Versteigerung) kStGB, während Tatbestände wie etwa §§ 253 (Tötung auf irrtumsbedingtes oder genötigtes Verlangen), 302 (Beischlaf mit Minderjährigen durch List oder Zwang) und 303 (Beischlaf durch den Missbrauch der Berufsstellung) kStGB für den letzteren Fall gehalten werden können.²⁶

25 Diesem umgangssprachlichen Verständnis entspricht auch die offiziell ins Englische übersetzte Fassung des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG: „using a deceptive scheme“.

26 Die betreffenden Gesetzestexte auf Deutsch finden sich bei *Paul Kicheon Ryu*, Das koreanische Strafgesetzbuch, 1968; auf eine Begründung für abweichende Übersetzungen der Überschriften und der Gesetzestexte wird hierbei aus Platzgründen verzichtet.

2. Tendenz einer Versubjektivierung und Bezug zum Merkmal „List“

a) Irrtumserregung im kStGB

Für diese verschiedenen Tatbestände im kStGB hat der KGH in ständiger Rechtsprechung einen einheitlichen Begriff entwickelt, an den er bei seiner Grundsatzentscheidung zum Fall Hermes/Clements hätte anschließen können. Nach seiner Ansicht ist unter „durch einen irreführenden Plan“ die Tathandlung zu verstehen, bei der der Täter in einem Anderen einen Irrtum erregt oder dafür Sorge trägt, dass ein anderer in Unkenntnis verbleibt, *und* dies ausnutzt, um damit einen weiteren Zweck zu erreichen.²⁷ Indem diese Begriffsbildung auf eine Irrtumserregung oder eine Verhinderung der Kenntnisnahme abstellt, ist sie durch einen Erfolg geprägt. Das mag zwar hinsichtlich des Potenzials einer einschränkenden Auslegung in Bezug auf Legitimationsprobleme etwa bei §§ 137 oder 314 kStGB begrüßenswert sein. Aber dabei wird nicht erkennbar, warum eine irreführende Handlung notwendig den Irreführungserfolg beinhalten sollte; der Erfolg lässt sich stattdessen entweder als Bestandteil des tatbestandsmäßigen Erfolgs (§§ 137, 313 ff. kStGB) oder als ungeschriebenes selbständiges Tatbestandsmerkmal (§§ 302 f. kStGB) oder als Element der mittelbaren Täterschaft (§ 253 kStGB) ansehen.

Diese durch den Irreführungserfolg geprägte Begriffsbildung wird durch die überwiegende Meinung in der koreanischen Literatur bestritten,²⁸ indem sie – vor allem durch die systematische Auslegung (etwa: Berücksichtigung der Täuschung im § 347 Abs. 1 kStGB (Betrug)) – „durch einen irreführenden Plan“ weit auslegt: Unter diesem Tatbestandsmerkmal sei ein Verhalten zu verstehen, das einen Irrtum oder die Unkenntnis des Opfers oder eines Dritten irgendwie ausnutzt, wobei dieser Irrtum oder diese Unkenntnis nicht von einer ablenkenden Handlung des Täters verursacht werden müssten. Es umfasse damit auch eine „Verführung“ (eigentlich gemeint: Verleitung) zu einem bestimmten Verhalten.²⁹

27 So jüngst etwa Urt. v. 26. 6. 2008 – 2008do2537 (§ 314 kStGB); Urt. v. 13. 3. 2008 – 2007do7724 (§ 137 kStGB); Urt. v. 7. 12. 2006 – 2006do3440 (§ 313 kStGB).

28 Stellvertretend *Jeong-Weon Lee*, Der Anwendungsbereich des Tatbestandes der listigen Behinderung amtlicher Diensthandlung, *Zeitschrift für die rechtsvergleichende Strafrechtswissenschaft* 2/5 (2/2003), 355 (370 ff.) m. w. N.

29 Etwa *Seong-Ho Lee*, Eine neue strafatsystematische Erläuterungen zum Betrugstatbestand – Vergleich mit ähnlichen Tatbeständen, *Zeitschrift für die Strafrechtswissenschaft* 22 (2004), 121 (135); *Hye-Hwal Seong*, Zur Anwendbarkeit der „List“ auf den betrügeri-

Die Schwäche³⁰ dieser Ansicht liegt darin, dass sie die irreführende Handlung i. S. d. Tatbestände im kStGB so „weit“ versteht, dass auch die eigene Verantwortung des „Opfers“ für Irrtum oder Unkenntnis allein dem Täter zugeschrieben werden kann.³¹ Dies ist der Fall beispielsweise, wenn für § 137 kStGB (Behinderung amtlicher Diensthandlung durch einen irreführenden Plan) ein Beamter zur Genehmigung eines Antrags die Vollständigkeit und Richtigkeit der beizufügenden Anlagen von Amts wegen hätte überprüfen müssen.³² Aber die „weite“ Auslegung müsste auch dazu führen, dass ein Unterlassen einer Beseitigung des Irrtums in die Irreführung als Begehungsdelikt umgewandelt würde. Denn dies setzt eine allgemeine rechtsgutbezogene Informationspflicht voraus, ohne diese zu begründen. Ob außerdem ein schlichtes Verleiten als „irreführend“ zu bezeichnen ist, ist sehr bedenklich, weil auch eine objektiv wahre Information einen anderen zu einer bestimmten Handlung verleiten kann. Und ein Verleiten, das sich in den Tatbeständen der §§ 287 ff. kStGB (Menschenhandel) findet, beinhaltet notwendig den Erfolg in Gestalt der Einwirkung im betreffenden tatbestandsspezifischen Sinne, der jedoch nicht hinreichend in der Definition von „durch einen irreführenden Plan“ als irgendeine „Ausnutzung des Irrtums“ berücksichtigt wird. Dieses weitgehende Verständnis passt nicht zu dem üblichen erfolgsverbundenen Verständnis der Verleitung im kStGB.

Unabhängig davon, welche Meinung man bei der Auslegung der Tatbestände im kStGB vertreten will oder ob vielleicht wegen ihrer Pauschalisierungstendenz keine der beiden Ansichten zu überzeugen vermag, steht hier aber nun die Frage im Vordergrund, wie der Wortlaut „irreführender Plan“ im Kapitalmarktraf-

schen unredlichen Handel, Zeitschrift für das Wertpapierhandelsrecht 1/8 (1/2007), 11 (die Seitenzahlen werden hier zitiert nach der Onlineversion, abrufbar im Internet: <http://www.ksla.org/text/0808_2.pdf>, Stand: 26. 10. 2010).

- 30 Weitere Kritikpunkte betreffen etwa die Täuschungshandlung und -erfolg vermischende Begriffsbildung (Exemplarisch *Jeong-Weon Lee* [o. Fn. 28], 355 (373): „Täuschung i. S. d. Irrtumserregung“; *Seok-Bae Lee*, Konkludente Täuschung und Täuschung durch Unterlassen, Zeitschrift für die rechtsvergleichende Strafrechtswissenschaft 1/10 (1/2008), 203 (205): „eine zur Verschaffung des Vermögensvorteils vorgenommene Irrtumserregung“) und die Sinnhaftigkeit einer ihrerseits befürworteten Einheitlichkeit des Begriffs.
- 31 Diese Auslegung ist sehr problematisch, weil die verbreitete Meinung die betreffenden Tatbestände als Tätigkeits- und abstraktes Gefährungsdelikt ansieht.
- 32 Dass der KGH hierbei die Problematik des „Opferverhaltens“ und der „Verhaltenszurechnung“ in dem Kontext des „adäquaten“ Kausalzusammenhangs behandelt, ist diskussionswürdig, wird hier offen gelassen (vgl. dazu *Meliá*, Opferverhalten und objektive Zurechnung, ZStW 111 (1999), 357 (361 f.): „Verdeckte Einbringung des Opferverhaltens“).

recht ausgelegt werden sollte. Denn eine einheitliche Begriffsbildung, die sowohl kStGB als auch kWpHG umspannt, genauer: eine schlichte Übertragung der im kStGB entwickelten Dogmatik auf die Auslegung des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG, ist nicht zwingend, nicht einmal selbstverständlich.³³ Auch wenn man von der einheitlichen Auslegung des Wortlautes in beiden Bereichen ausgehen könnte, muss man doch – auch unter Berücksichtigung grammatisch verschiedener Formulierungen – die unterschiedlichen Schutzrichtungen in die Konturierung tatbestandsmäßigen Verhaltens mit einbeziehen.³⁴

b) Auf Täuschung und Verleitung abzielendes Mittel im kWpHG

Für den Fall Hermes/Clements will der KGH nun das Tatbestandsmerkmal „irreführender Plan“ vollkommen subjektivieren, indem er – lediglich unter Bezugnahme auf den „Schutzzweck“ des § 188-4 Abs. 4 kWpHG³⁵ – von seiner bisherigen Auslegung im kStGB abweicht. Er stellt dabei ausschließlich ab auf die subjektive Zwecksetzung des Täters, einen anderen zu Fehlschlüssen zu veranlassen und ihn damit zu einem bestimmten Verhalten zu verleiten.³⁶ Dabei nicht (mehr) explizit verlangt werden objektive Komponenten eines irreführenden Verhaltens wie etwa die Geflissentlichkeit und Geschicktheit³⁷ eines „listigen“ Verhaltens³⁸ oder eine Ausnutzung des vorhandenen Irrtums, geschweige denn die Ausnutzung eines vom Täter selbst verursachten Irrtums oder einer nicht behobenen Unkenntnis. Bei Berücksichtigung dieser subjektivierten Begriffsbildung durch den KGH hätte der Gesetzestext des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2

33 So aber *Seong-Ho Lee* (o. Fn. 29), 121 (135); *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 11.

34 Zur Relativität der Rechtsbegriffe allgemein *Engisch*, Die Relativität der Rechtsbegriffe, in: Ferid (Hrsg.), Deutsche Landesreferate zum V. Internationalen Kongreß für Rechtsvergleichung in Brüssel 1958, 1958, S. 59 (71); *Ryu/Silving*, Was bedeutet die sogenannte „Relativität der Rechtsbegriffe“?, ARSP 59 (1973), 57 (68 ff.); *Demko*, Zur Relativität der Rechtsbegriffe in strafrechtlichen Tatbeständen, 2002, S. 87 ff.

35 Vgl. dazu oben A. II. [5].

36 Siehe zu seiner Definition oben A. II. [1].

37 Statt aller *Küper*, Strafrecht Besonderer Teil. Definition mit Erläuterungen, 7. Aufl. 2008, „List“ (S. 230) m. w. N.

38 Die Definition durch den KGH bildet nicht hinreichend die objektive Geschicktheit einer „listigen“ Handlung ab, weil die drei Wörter „Mittel oder Plan oder Trick“ einfach nebeneinander aufgezählt werden. „Mittel oder Plan“ allein reichen dafür nicht aus.

kWpHG besser in „auf Täuschung berechnete Mittel anwenden“ oder „sich listig verhalten“ übersetzt werden können oder sogar müssen.³⁹

Demgegenüber wird das Tatbestandsmerkmal „einen irreführenden Plan einsetzen“ in der Literatur kontrovers diskutiert. Ein Teil der Literatur vertritt die Meinung, dass die Tathandlung des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG „wie beim Betrugstatbestand eine Irrtumserregung durch Täuschung“ bedeute.⁴⁰ Demgegenüber hat der überwiegende Teil der Literatur seit langem die subjektivierte Definition vertreten, die sich dann das BG Seoul Mitte und der KGH (ohne Nachweis) in den hier besprochenen Urteilen zu Eigen gemacht haben. Die Literaturmeinung hebt dabei vor allem die gesetzgeberische Zweckvorstellung hervor: Der Gesetzgeber habe nach dem Vorbild des US-amerikanischen Sec. 10(b) SEA i. V. m. der aufgrund dieses Gesetzes erlassenen Rule 10b-5⁴¹ § 105 Abs. 4 a. F. (§ 188-4 Abs. 4) in das kWpHG in der 1982 novellierten Fassung eingeführt, um damit auf die bis dahin unzureichend bekämpften Kapitalmarktdelikte „umfassend“ zu reagieren.⁴² Dabei ist es kein Zufall, dass die auch vom KGH übernommene Definition „Mittel oder Plan oder Trick, das/der darauf abzielt, ...“ am Wortlaut der SEC Rule 10b-5 Nr. 1 „any device, scheme, or artifice to defraud“ angelehnt ist und das Zweckmoment ebenfalls wie dort begriffsimmanent ist. Dann aber könnte schon irgendeine Vornahme eines Teilmoments des subjektiv einer Täuschung dienenden gesamten Tatplans als tatbestandsmäßig bewertet werden. Denn das Abzielen auf Täuschung könnte den irreführenden Charakter eines Verhaltens i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG begründen, während eine Handlung objektiv keinen irreführenden Inhalt aufzuweisen bräuchte. In diesem Kontext lässt die Ansicht teilweise – wie bei der US-amerikanischen „catch-all“-Vorschrift, aber ohne nähere Begründung – auch

39 Die Übersetzung lehnt sich an dem § 88 Abs. 1 dBörsG a. F. an; vgl. zur Gleichsetzung der „List“ mit dem „auf Täuschung berechneten Verhalten“ in der alten deutschen Rechtsprechung und Literatur auch *Bohnert*, Das Tatbestandsmerkmal »List« im Strafgesetzbuch, GA 1978, 353 (353 f.).

40 Etwa *Young-Min Jang/Young-Kwan Cho*, Börsendelikte und kriminalpolitische Herausforderung, Zeitschrift für die Kriminalpolitik 2/6 (2/1995), 39 (73); *Zang-Man Ryu*, Kursmanipulation im WpHG, Die Staatsanwaltschaft 111 (2000), 410 (433) zitiert nach *Sung-Soo Pyo*, Die strafrechtlichen Probleme beim Preismanipulationstatbestand i. S. d. § 188-4 WpHG, Journal des koreanischen Juristenvereins 597 (6/2006), 160 (171 Fn. 97).

41 Vgl. dazu kompakt *Lenzen*, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, 2000, S. 71 ff.

42 Siehe hierzu eingehend *Jeong-Soo Kim*, Theorie und Praxis der Regulierung der Preismanipulation, Stock 7/2001, 3 (28 ff.) m. w. N.

einen Insiderhandel⁴³ oder einen vorzeitigen Kauf der zu empfehlenden Aktien beim Scalping⁴⁴ unter „einen irreführenden Plan“ des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG fallen. Eine Teilstromung dieser Meinungsgruppe verknüpft aber auch Sinn und Bedeutung des so amerikanisch verstandenen Merkmals des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG mit dem oben genannten Merkmal im kStGB, wie es dort verbreitet vertreten wird, also als Ausnutzung des Irrtums oder der Unkenntnis.⁴⁵ Die Bestrebung zu einer einheitlichen Begriffsbildung lässt erkennen, dass die (verborgene) Absicht zur Täuschung im Sinne des amerikanisierten Verständnisses des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG in der Tat nichts anderes bedeutet als der Inhalt des Irrtums oder der Unkenntnis beim Verständnis der „List“ im kStGB.

3. Kritik

Für die subjektiv verstandene „List“ könnte man zwar den Wortlaut des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG heranziehen, auf den der KGH allerdings nicht explizit Bezug genommen hat. Wegen der Uferlosigkeit der so verstandenen „List“ vermag dieses Verständnis indes nicht zu überzeugen. Und es ist bemerkenswert inkonsequent, dass der KGH trotz seiner subjektivistischen Definition die mit ihr in offensichtlichem Widerspruch stehenden Urteilsgründe der beiden Tatgerichte gar nicht beanstandet, geschweige denn korrigiert, sondern einfach mit seinem noch auftretenden Spruchstil⁴⁶ bestätigt hat.

43 *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 11.

44 *Sang-Hun Lee*, Anmerkung zum BG Seoul Mitte, Urteil v. 29. 9. 2006 – 2006gohab115, Zeitschrift für die Corporate Governance 4/2006, 6 (hier zitiert nach der Onlineversion: <<http://www.cgcg.or.kr>>, Stand: 26. 10. 2010); *Geum-Oh Jeong*, Eine Studie zum Verbot der Preismanipulation im WpHG, 2004, S. 22.

45 So etwa *Jeong-Soo Kim* (o. Fn. 42), 3 (29); *Seong-Ho Lee* (o. Fn. 29), 121 (135); *Sung-Soo Pyo* (o. Fn. 40), 160 (171); *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 11.

46 Der KGH bedient sich gelegentlich noch immer bei revisionsgerichtlichen Nachprüfungen eines formellen Schemas, ohne zu argumentieren. Dazu fasst er zunächst alle – eventuell gar nicht nachvollziehbaren – Definitionen über verschiedene Tatbestandsmerkmale in einem Satz zusammen. Diese versieht er mit Aktenzeichen. Dem folgen die Tatsachenfeststellungen und Norminterpretationen des Berufungsgerichts, ebenfalls zusammengefasst in einem Satz. Schließlich beendet das Gericht das Urteil mit einem Satz: Das Urteil des Berufungsgericht „hält rechtlicher Überprüfung stand“ – oder nicht.

a) Ausgangspunkt: Zweckbezüge in der Literatur

Für ein Verständnis des „Einsetzens eines irreführenden Plans“ in rein subjektiver Weise als „List“ könnte man einräumen, dass dieses Tatbestandsmerkmal als subjektives Element die Absichtlichkeit der tatbestandsmäßigen Tathandlung beinhaltet, weil der Wortlaut „Plan“ die Zweckbestimmtheit zu verlangen scheint. Der Zweck der Tathandlung aber ist tatbestandlich gesehen in der Vorteilsverschaffung zu erblicken, wobei sich die Tathandlung als Mittel dazu ansehen lässt. Ob und warum die Tathandlung daneben die Absicht zur Täuschung und Verleitung als einen eigenen, davon zu trennenden (Zwischen-)Zweck verfolgen sollte, den die Gerichte in „Täuschung“ bzw. „Verleitung“ sehen möchten, wird jedoch im Urteil nicht begründet. Die Gerichte haben im Ergebnis verneint, dass die Manipulationsabsicht Gegenstand der irreführenden Handlung sein kann, doch dies ebenso wenig erläutert. Sie haben vielmehr das objektive Tatbestandsmerkmal durch eine subjektive Komponente ersetzt. Danach könnte – wie oben schon gesagt – irgendein Umsetzen einer Täuschungs- und Verleitungsabsicht tatbestandsmäßig sein. Diese Meinung vertrat gerade die Staatsanwaltschaft, welche die Vernachlässigung des Handlungsmotivs des Täters im Freispruch des BG Seoul Mitte rügte: Der objektive Handlungssinn des „listigen“ Verhaltens müsse vor allem danach erfasst werden, worin das Motiv des Fondsmanagers im Interview liege. Dieses bestehe ihrer Überzeugung nach in der Manipulationsabsicht, also in der Absicht, den Marktpreis oder das Transaktionsvolumen zu erhöhen oder potenzielle Investoren zu Transaktionen zu verleiten.⁴⁷ Der Fondsmanager als Vertreter des Aktionärs verberge also im Interview die Manipulationsabsicht hinter seiner geflissentlichen Meinungsäußerung zur Übernahmefrage. Dem tritt ein Teil der Literatur bei: Als die tatbestandsmäßige „List“ müssten – falls die Absicht zur Verleitung der Anleger zu Transaktionen bewiesen werden könne – schon die Äußerungen im Interview⁴⁸ oder sogar die vor dem Interview durchgeführte aktive Einflussnahme auf die Unternehmensleitung⁴⁹ in Betracht kommen.

47 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 9 ff.

48 *Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee*, Zur Anwendbarkeit der List im Sinne von § 188-4 Abs. 4 WpHG, BFL 25 (9/2007), 38 (50 ff.).

49 *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 6.

b) Ausuferung des Tatbestandsmerkmals durch „Auslegung“

Die Fragwürdigkeit der subjektivierten Auslegungstendenz zeigt sich deutlich anhand ihrer Entgrenzung und Pauschalisierung der Handlungsstadien und Unrechtsgrade. Denn der tatbestandlich zu fordernde Transaktionsbezug⁵⁰ gerät dabei aus dem Blick. Dies findet sich in den Urteilen, indem zwischen den Äußerungen des Fondsmanagers im Interview und den Äußerungen im journalistischen Zeitungsartikel nicht differenziert wird. Die Tatgerichte führen zwar aus, dass das Verhalten des Fondsmanagers im Interview keine „List“ sei, um das Anlegerpublikum irrezuführen.⁵¹ Dies wird jedoch gerade nicht damit begründet, dass das Verhalten keinen (direkten) Transaktionsbezug aufweise. Dies muss dann *argumento e contrario* bedeuten, dass ein tatbestandsmäßiges Verhalten bereits vor der journalistischen Berichterstattung in Betracht kommen sollte. Die Tatbestände des § 188-4 Abs. 4 WpHG aber verlangen den Transaktionsbezug der Tathandlung, indem abgestellt wird auf „den Erwerb oder die Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstige Transaktionen“ in § 188-4 Abs. 4 HS. 1 kWpHG. Der Zusammenhang zwischen dem Verhalten im Interview und der späteren Veröffentlichung darf nicht so diffus sein, dass die Grenze zwischen einer unmittelbaren Fehlinformation potenzieller Kapitalanleger und die Vorbereitung dieser Fehlinformation mittels Täuschung der einen potenziell preisbeeinflussenden Bericht erstattenden Journalistin nicht (mehr) gezogen zu werden braucht. Die Theorie der List durch Dritte oder an Dritten,⁵² die eine weite Vorverlagerung zu verteidigen versucht, vermag auch nicht zu überzeugen. Deshalb soll die Konstellation vielmehr als die Problematik der Beteiligung, insbesondere der mittelbaren Täterschaft, behandelt werden. Eine so unberechtigte weite Auslegung von „List“ erübrigt sich dann nämlich.

c) Vernachlässigung des „Einsetzens“ als objektive Komponente

Die ungerechtfertigte Ausdehnung der Strafbarkeit ist unverkennbar auf die Versubjektivierung der „List“ zurückzuführen. Diese führt dazu, dass allein das

⁵⁰ Vgl. eingehend unter B. I. 1.

⁵¹ BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 12 f.; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 37 (siehe oben A. II. [3] und [4]).

⁵² Etwa KGH, Urt. v. 25. 3. 2005 – 2003do5004; vgl. dazu unter B. II. 2. b) aa).

Abzielen auf die Täuschung der Investoren und deren Verleitung zur Transaktion eine entscheidende Rolle spielt. Dabei wird jedoch übersehen, welche Bedeutung die Umsetzung der Absicht in den transaktionsbezogenen Handlungszusammenhang haben muss. Denn ansonsten würde die Tathandlung nichts anderes bedeuten, als dass der Täter den Entschluss zur Manipulation gefasst hat. Vielmehr muss die Manipulationsabsicht in einem Umfeld umgesetzt werden, das durch die Investoren und deren Transaktionen geprägt wird. Insoweit haben die Gerichte bei der Auslegung des Tatbestandes das Verb „einsetzen“ als einen anderen wesentlichen Teil der Tathandlung vernachlässigt, indem sie ihr Augenmerk allein auf „einen irreführenden Plan“ als Objekt des Einsetzens fokussiert haben. In den Urteilsbegründungen bleibt somit unerklärt, welche (transaktionsbezogene) Bedeutung das „Einsetzen“ haben soll. Diese Unklarheit führt faktisch dazu, irgendein mit der Absicht zur Täuschung und Verleitung verbundenes Verhalten schon für tatbestandsmäßig zu halten und den von den Gerichten definierten objektiven Charakter des „Tricks“ in die subjektive Bestimmung verschwinden zu lassen. Genau so argumentiert eine Literaturmeinung⁵³ für die Strafbarkeit des Fondsmanagers. Dadurch wird unweigerlich die „Leitbildfunktion“⁵⁴ des Tatbestandsmerkmals untergraben, die vor allem in dem Verbot der irreführenden Information gesehen werden kann. Denn würde einer äußeren Manifestation der Absicht kein selbständiger Sinn und Wert zukommen, könnte als Unrechtselement materiell gesehen nur eine „böse“ Absicht übrig bleiben. Dabei spielt der vom KGH so verstandene Schutzzweck⁵⁵ keine „systemimmanente“ Rolle, weil die Absicht nicht ohne Weiteres eine Beeinträchtigung der dort genannten Rechtsgüter darstellen kann. Dies gilt selbst für eine Vielzahl denkbarer Umsetzungen dieser Absicht. Eine Gefährdung des Schutzzweckes ist nicht zwingend, sondern setzt gerade weitere objektive Umstände voraus. Diese Gefahr uferloser „Auslegung“ findet sich deutlich in der Literatur, wonach ein Insiderhandel⁵⁶ oder ein vorzeitiger Kauf der zu empfehlenden Aktien beim Scalping⁵⁷ sowie ein Auftraggeben oder -nehmen zur Preismanipulation durch einen „fiktiven“ oder

53 Etwa *Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee* (o. Fn. 48), 38 (51).

54 *Samson*, Strafrecht II, 3. Aufl. 1980, S. 184.

55 Vgl. dazu oben A II. [5].

56 *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 11 m. w. N., wobei es unverständlich und rätselhaft ist, warum ein Insiderhandel mit einer Manipulationsabsicht verbunden sein könnte und sollte.

57 *Sang-Hun Lee* (o. Fn. 44), 6.

„effektiven“ Handel im Sinne von §§ 188-4 Abs. 1 Nr. 4 oder Abs. 2 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG⁵⁸ unter „List“ subsumiert werden können.

d) Die fehlerhafte Umdeutung in ein Begehungsdelikt durch einen Teil der Literatur

Im Gegensatz zur dargestellten Sichtweise der Gerichte findet man in der besprechenden Literatur eine objektive Tendenz. Ein Teil der Literatur⁵⁹ deutet zunächst an, dass eine aktive Einflussnahme auf die Unternehmensleitung und darauf aufbauend die Serie der Pressekampagnen als „listig“ anzusehen ist, wenn sie mit der Absicht zur Verleitung der Investoren zu Transaktionen durchgeführt worden wäre. Diese Meinung will damit ein nicht strafbares Unterlassen, nämlich die unterlassene Information der Koreanischen Wertpapierbörse über die Änderung des mit dem Aktienerwerb verfolgten Ziels (vorher schlichte Kapitalanlage, nun Kontrollerwerb), unzulässig in die „List“ als Begehungsdelikt umdeuten.⁶⁰

e) „List“ ohne Täuschungsabsicht?

Eine andere Strömung⁶¹ im Schrifttum erblickt die tatbestandsmäßige „List“ (auch) in dem Aktienverkauf nach der journalistischen Berichterstattung. Danach

58 *Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee* (o. Fn. 48), 38 (50 f.).

59 *Hye-Hwal Seong* (o. Fn. 29), 6.

60 Gemäß dem § 200-2 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 kWpHG i. V. m. § 86-4 Abs. 1 Nr. 3 WpHGVO a. F., der zum Tatzeitpunkt noch galt, war ein Investor verpflichtet, den über 5% liegenden Aktienerwerb und das mit diesem verfolgte Ziel sowie die Anteilsänderung mitzuteilen, aber nicht, ein nach dem Aktienerwerb verändertes Ziel zu aktualisieren. Eine Mitteilungspflicht letzter Art galt erst nach der Neuregelung des § 200-2 Abs. 1 Satz 1 Alt. 1 und Abs. 4 kWpHG i. V. m. §§ 86-4 Abs. 1 Nr. 3 und 86-7 WpHGVO in der Fassung vom 29. 3. 2005. Eine Unterlassung der aktualisierenden Mitteilung eines veränderten Besitzzwecks war somit nicht gemäß § 210 Nr. 5 kWpHG strafbar, geschweige denn gemäß § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 i. V. m. § 200-2 Abs. 1 kWpHG und § 18 kStGB (Unterlassungsdelikt). Obwohl einiges dafür spricht, dass der „Erfolg“ i. S. d. § 18 kStGB nur einen „tatbestandsmäßigen Erfolg“ bedeutet, insbesondere weil der Gesetzestext wortgleich auch im § 17 kStGB (Kausalität) auftaucht, soll diese Problematik nicht weiter verfolgt werden.

61 *Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee* (o. Fn. 48), 38 (52 f.).

sei der Aktienverkauf als Ausnutzung des durch die „listige“ Verbreitung irreführender Angaben zur Übernahmefähigkeit verursachten Irrtums anzusehen. Dieses angeblich eine List „vollendende“ Verhalten aber ist keine (zusätzliche) Irreführung, geschweige denn ein Verhalten mit einer neuen Irreführungs- oder Verleitungsabsicht. Somit unterläuft ein derartiges Verständnis schon die in der Literatur allseitigen Mindestanforderungen an „List“, ein Verhalten zu sein, das von Irreführungs- oder Verleitungsabsicht getragen sein muss.

f) Inkonsistenz

Bei der Auslegung des Tatbestandsmerkmals „einen irreführenden Plan einsetzen“ schwanken die Gerichte zwischen der (anfänglich) rein subjektiv verstandenen Tathandlung als „List“ und der (später) nach rein formalen Kriterien bemessenen „Täuschung“.⁶² Eine auffällige Unklarheit findet sich da, wo das BG Seoul Mitte die „List“ mehrfach als „Täuschung“ umschreibt und das OG Seoul die „List“ als die – häufig in der koreanischen Literatur mit Täuschung im Betrugstatbestand gleichgesetzte⁶³ – „Irrtumserregung“ umformuliert.⁶⁴ Diese Inkonsistenz in den Urteilsbegründungen zeigt sich konkret darin, dass die Gerichte trotz ihrer Fokussierung auf das absichtliche Element der „listigen“ Handlung behaupten, dass es sich dabei nicht um die im Interview verborgene Absicht zur Preismanipulation, sondern allein um die im Interview getätigten ausdrücklichen Äußerungen handelt. Aber bei einer rein subjektiv verstandenen „List“ müsste das Verhalten im Interview, durch das die Absicht des Aktienverkaufs nach der journalistischen Berichterstattung über die Übernahmefähigkeit verschleiert wurde,⁶⁵ oder das Erregen eines Irrtums bei der Journalistin über diese Umstände zweifelsohne unter die „List“, insbesondere in Form des „Tricks“, fallen. Der Broker hat sogar dadurch die Journalistin über das Ziel des Interviews ausdrücklich getäuscht, dass er vor dem Interview gesagt hatte, dass mit dem Interview nicht das Anliegen verfolgt werde, eine Preismanipulation zu versuchen. Somit könnten die Äußerungen im Interview für tatbestandsmäßige „List“ erachtet

62 Siehe oben A. II. [1] und [4].

63 Vgl. dazu die Literatur von oben Fn. 30.

64 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 10, 12, 13; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31, 37 (siehe oben A. II. [1] a. E.).

65 So OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31 f., 36 f. (siehe oben A. II. [4]).

werden, ohne dem Transaktionszusammenhang journalistischer Berichterstattung Rechnung zu tragen, und zwar wegen des Vorhandenseins der Manipulationsabsicht auch dann, wenn die ausdrücklichen Äußerungen des Fondsmanagers im Interview nicht wahrheitswidrig wären.⁶⁶ Ein weiterer schwerwiegender Fehler bei der inkonsistenten Argumentation erstreckt sich aber über eine fehlerhafte Normanwendung hinaus auf einen bedauerlichen Formalismus beim Verständnis der Täuschung. Dieser ruht in der beharrlichen Fokussierung auf die ausdrücklichen Äußerungen des Fondsmanagers. Denn diese Verengung auf das wortwörtlich Gesagte führt zur mangelhaften Interpretation der Erklärungswerte der Äußerungen und zur Negierung einer konkludenten Täuschung, worauf im nächsten Abschnitt dieses Beitrages näher eingegangen werden soll.

4. Eine Verfahrenslösung im Wege der „Gesamtbetrachtung“?

In jüngerer Zeit hat der KGH⁶⁷ in einem Urteil entschieden, dass die Tatbestandsmäßigkeit einer Handlung – hier: Verbreitung falscher Tatsachen i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 1 WpHG – unter „Gesamtbetrachtung“ aller relevanten Umstände – wie etwa der Status des Täters, die Finanzlage eines betreffenden Unternehmens, die Tendenz der Aktienpreise, Äußerungen in Interviews und deren Abdruck in der Presse sowie dessen gesamter Schwerpunkt etc – beurteilt werden sollte.⁶⁸ Eine derartige Indizienlösung in Gestalt der „Gesamtbetrachtung“ aber kanalisiert die Auslegung nicht so, dass diese die Uferlosigkeit des versubjektivierten Ansatzes beseitigen – geschweige denn ein sachliches Kriterium für die Beurteilung der Tatbestandsmäßigkeit einer Handlung vorbringen – könnte. Die genannten Umstände können zwar eventuell als Indizien für Vorsatz oder eine Vorteilsverschaffungsabsicht sein. Diese Herangehensweise löst die oben kritisierten Probleme der subjektiv verstandenen „List“ allerdings nicht. Das materiellrechtliche Problem durch eine Indizienauswertung lösen zu wollen und somit dieses Problem im Wege einer Verfahrenslösung auf Verfahrensfragen zu verlagern, ruft vielmehr eine (weitere) Unsicherheit der Rechtsanwendung hervor, weil es dann nicht um einzelne Umstände des Sachverhalts, sondern um

66 Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee (o. Fn. 48), 38 (51); Hye-Hwal Seong (o. Fn. 29), 6.

67 KGH, Urt. v. 9. 7. 2009 – 2009do1374, S. 2 f.

68 Schon Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee (o. Fn. 48), 38 (51).

die tatbestandlichen Anforderungen geht, die auf den Sachverhalt anzuwenden sind.

II. Fehlinformation mittels journalistischer Berichterstattung

Die vorige kritische Auseinandersetzung mit den dogmatischen Defiziten in den Urteilen und den Meinungen der Literatur bietet Anlass, den Wortlaut „einen irreführenden Plan einsetzen“ erneut zu überdenken und ein neues Verständnis des Tatbestandsmerkmals vorzuschlagen (unter 1.), bevor für den hier untersuchten Fall die Strafbarkeit des Fondsmanagers überprüft und die Problematik der Beteiligung der Journalistin davon getrennt diskutiert werden soll (unter 2.).

1. „Einen irreführenden Plan einsetzen“ als Übermittlung der Fehlinformation

a) Zusammenhang zwischen der Tathandlung und Transaktionen am Kapitalmarkt

In all den einzelnen Tatbeständen des § 188-4 Abs. 4 kWpHG sind Tathandlungen durch den gemeinsamen Transaktionsbezug und die jeweils unterschiedlichen Modalitäten strukturiert. Zunächst verlangt der Transaktionsbezug, der aus dem Wortlaut „in Bezug auf den Erwerb oder die Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstige Transaktionen“ zu entnehmen ist, als pragmatischer Handlungskontext der Tathandlungen einen sachlichen und zeitlichen Zusammenhang zu Transaktionen. Das Tatbestandsmerkmal beinhaltet damit, dass die Tathandlungen (irgendwie) den Kapitalmarkt tangieren müssen, an dem Transaktionen stattfinden. Die Kapitalmarktbezogenheit ist allerdings nicht allein bei Durchführung einer Transaktion am Kapitalmarkt, in dem der Täter zur Erzielung des Vorteils durch Transaktionen agiert, anzunehmen, sondern auch bei Kommunikationen im Informationsmarkt, an und in dem anlagerelevante Informationen umlaufen und im Ergebnis auf Transaktionen und die Preisbildung im Kapitalmarkt einwirken.⁶⁹ Denn eine (Fehl-)Information im Informationsmarkt bezieht sich als Grundlage für rationale Entscheidungen anderer mindestens mittelbar

⁶⁹ Zur Unterscheidung beider Märkte und zu ihrem funktionellen Zusammenhang *Reuter*, Aktienmarkt und Aktieninformationsmarkt, 1980, S. 101 ff., 171 ff.

auf die Preisbildung durch Transaktionen im Kapitalmarkt. Genau dies reglementiert der Tatbestand des § 188-4 Abs. 2 Nr. 3 kWpHG. Journalistische Berichterstattung über ein Unternehmen oder ein Wertpapier steht somit im sachlichen Zusammenhang mit den Transaktionen potenzieller Anleger.

b) Gemeinsamer Inhaltskern aller Tatbestandsalternativen: Übermittlung von Fehlinformationen

In den Transaktionsbezug muss jede der im § 188-4 Abs. 4 kWpHG enthaltenen Tathandlungen eingebettet werden, die trotz ihrer verschiedenen Tatmodalitäten – wie die Tatbestandsmerkmale „falsche“ Tatsache oder „einen irreführenden Plan“ sowie „falsch dargestellt“ deutlich zeigen – in dem Element der Fehlinformation ihre Gemeinsamkeit finden können. Die verschiedenen Arten der Fehlinformation werden durch eine der dort beschriebenen Handlungen mit unterschiedlichen Mitteln in den Kommunikationsprozess im Informationsmarkt eingebracht. Dieser kommunikative Vorgang ist begrifflich gesehen typisch als Täuschung zu erfassen, obwohl die tatbestandsspezifischen Formen der Täuschung je nach einzelnen Tatbeständen unterschiedlich gestaltet sind. Die gemeinsame Unrechtsstruktur gilt aber genauso für die Tathandlung des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG „einen irreführenden Plan einsetzen“: die tatsächliche Verwirklichung eines Irreführungsplanes in einem darauf bezogenen Kommunikationsprozess. Unter Berücksichtigung des kommunikativen Zusammenhangs ist der Wortlaut „einsetzen“ als ein Übermitteln i. S. eines Informationsverhaltens zu verstehen. Die Tathandlung stellt somit kurz gefasst eine Fehlinformation dar. Dadurch weist die Handlung den objektiven Charakter der Irreführung auf, der sich nicht durch die subjektive Zwecksetzung ersetzen lässt. Denn der objektive Handlungssinn als (Übermittlung der) Fehlinformation hängt nicht von der Absicht des Täters ab, es sei denn, dass die subjektive Zwecksetzung zur Manipulation normativ gesehen (als Inhalt der Fehlinformation) den objektiven Sinn eines informativen Verhaltens konstruieren könnte.⁷⁰

⁷⁰ Dazu siehe unter B. II. 2. a) cc).

c) Parallelen zum Betrug

Die tatbestandsmäßige Übermittlung der Fehlinformation muss auf die Erzielung des Vorteils als tatbestandlichen Zweck ausgerichtet sein. Dies lässt erkennen, dass die Tathandlung darauf abzielt, die Informationsempfänger als potenzielle Anleger (nicht unbedingt kausal) zu schädigen und dadurch Gewinn zu erlangen. Durch diesen Vermögensbezug wird nachvollziehbar, warum der KGH § 188-4 Abs. 4 kWpHG insgesamt als „betrügerisches ungerechtes Handeln“⁷¹ ansehen will.⁷² Eine tatbestandliche Affinität zum Betrugstatbestand des § 347 Abs. 1 kStGB besteht in der Komponente der (Absicht zur) Bereicherung. Eine unverkennbare Gemeinsamkeit liegt aber auch und vor allem in der Tathandlung als Fehlinformation. Die handlungs- und unrechtsstrukturelle Ähnlichkeit zeigt wiederum deutlich, dass – entgegen dem Verständnis der „List“ durch den KGH – die Tathandlung unter Täuschung zu verstehen ist,⁷³ wobei eine mit der Tathandlung verbundene Zwecksetzung (Täuschungsabsicht) kein Gegenstand der Irreführung sein kann.

d) „Einsetzen eines irreführenden Planes“ als Täuschung

Die hier vertretene Ansicht kann auch dadurch unterstützt werden, dass § 188-4 Abs. 4 kWpHG – sowohl systematisch als auch historisch gesehen – dadurch charakterisiert werden kann, dass dessen Tatbestände die der „informationsgestützten Preismanipulation“ sind. Die Tathandlungen der vom Strafgesetzgeber parallel gesetzten beiden Tatbestände von § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 1 und § 188-4 Abs. 4 Nr. 2 kWpHG, die wiederum zusammen mit dem Tatbestand des § 188-4 Abs. 2 Nr. 2 und Nr. 3 kWpHG in die „informationsgestützten Preismanipula-

71 Siehe oben A. II. [5]; vgl. auch KGH, Urt. v. 14. 4. 2006 – 2003do6759.

72 Vgl. dazu auch *Seong-Ho Lee* (o. Fn. 29), 121 (134 f.).

73 Dies bedeutet allerdings nicht (zwingend), dass der zur Annahme der Täuschung anzusetzende normative Maßstab für die beiden Tatbestände, § 188-4 (Abs. 4) kWpHG und § 347 kStGB, identisch sein muss. Einen deutlichen Unterschied kann man in den Empfängerhorizonten finden. An den Empfängerhorizont bei § 188-4 (Abs. 4) kWpHG sind höhere Anforderungen zu stellen als an den bei § 347 kStGB. Denn ein informationseffizienter Kapitalmarkt setzt eine rationale Kommunikation zwischen und Entscheidungen von Marktteilnehmern voraus, die am Maßstab des verständigen Anlegers bemessen werden muss. Diese Anforderung ist etwa in § 188-4 Abs. 2 Nr. 3 mit dem Tatbestandsmerkmal „transaktionserhebliche Tatsache“ enthalten.

tionen“ einzugliedern sind, sind zweifelsohne als (verschiedene) Formen der Täuschung anzusehen. Ebenso wie dort ist die Tathandlung des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG als selbständige Handlung konzipiert. Dadurch unterscheidet sie sich deutlich von der „List“ der Tatbestände im kStGB, da diese dort an einen tatbestandsmäßigen Erfolg oder eine andere Teilhandlung bei mehraktigen Delikten gekoppelt ist. Diese systematische Betrachtung basiert ihrerseits aber auch auf der Entstehungsgeschichte des § 188-4 Abs. 4 kWpHG.⁷⁴ Die (angeblich) Kapitalmarktdelikte „umfassend“ regulierende Vorschrift soll als Auffangtatbestand eingeführt worden sein, um die aufgrund der Nichtanwendbarkeit der damaligen Vorgängervorschrift des § 105 Abs. 1 bis Abs. 3 kWpHG a. F. entstehenden Lücken zu schließen. Als hauptsächliche Anwendungsfälle werden – wie die damaligen Skandale gezeigt haben – die „betrügerischen“ Handlungen im primären Kapitalmarkt oder die Fehlinformationen über nicht börsennotierte Wertpapiere angeführt. Selbst wenn man § 188-4 Abs. 4 kWpHG nicht für einen betrugsähnlichen Tatbestand der „informationsgestützten“ Preismanipulationen halten und ihn – insbesondere unter Berufung auf die Überschrift des § 188-4 kWpHG – stattdessen als Vorschrift zur selbständigen Regulierung „unfairen“ Verhaltens im Kapitalmarkt ansehen wollte,⁷⁵ lässt sich doch nicht leugnen, dass sich die Unfairness der durch die verschiedenen Tatbestände in § 188-4 kWpHG kriminalisierten Handlungen vom Wortlaut her nur in ihrem Irreführungscharakter findet, sonst nirgends.

e) Der Rechtsgutsbezug

Hinzu kommt letztlich, dass für die hier vertretene Meinung der Schutzzweck des § 188-4 Abs. 4 kWpHG spricht, den der KGH dualistisch in dem Schutz des „Anlegerinteresses“⁷⁶ und des „Vertrauens des Anlegerpublikums in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“ erblicken will.⁷⁷ Eine Übermittlung zutreffender

⁷⁴ Eingehend dazu *Jeong-Soo Kim* (o. Fn. 42), 3 (28 ff.)

⁷⁵ Die Kontroverse wurde vom Gesetzgeber mit der vom Preismanipulationstatbestand getrennten, unter der Überschrift „Unfaire Transaktionen“ geschaffenen Regelung in § 178 des neuen Gesetzes über den Kapitalmarkt und das Finanzdienstleistungsgewerbe (anscheinend) gelöst.

⁷⁶ Zur unklaren Rechtsgutsbestimmung unter B. II. 2. a) cc).

⁷⁷ Unangemessen leitet der KGH seit langem den „Normzweck“ des § 188-4 kWpHG aus dem ersten Paragraphen des kWpHG ab (etwa Urt. v. 9. 7. 2009 – 2009do1374; Urt. v.

Informationen ist indes nicht als Beeinträchtigung des Vermögensinteresses des Anlegers und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts zu bewerten. Dass § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG einen individuellen Vorgang („face-to-face“-Geschäft) umfassen soll, spricht nicht für das Verständnis des Tatbestandsmerkmals als „List“. Mit der Ersetzung der Übermittlung einer Fehlinformation durch ein rein subjektiv verstandenes Merkmal der „List“ wird – entgegen einer Ansicht der Literatur⁷⁸ – nämlich eine Lockerung des Bestimmtheitsgebotes bewirkt. Daran ändert sich auch dann nichts, wenn ein informatives Verhalten des Täters im Sinne des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG mit einem nicht offenbarten Handlungsmotiv oder -ziel verbunden wäre. Denn allein die Existenz der Absicht kann keine Beeinträchtigung des Vermögens oder des funktionstüchtigen Kapitalmarkts begründen, es sei denn, dass die „sachfremde“ Absicht als Gegenstand der Täuschung betrachtet werden kann. Ansonsten würde der Tatbestand zu einem „Gesinnungsstrafrecht“ führen, bei dem allein die Manipulationsabsicht für die Bestimmung des Unrechtsgehalts alle objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmale fingieren würde. Die Betrachtung der Rechtsgüter ergibt eher, dass die Tathandlung als Täuschung zu verstehen sein soll, da ein Sich-Verschaffen eines Vorteils ohne Täuschung, sondern allein durch „listiges“ Verhalten, die angegebenen Rechtsgüter überhaupt nicht tangieren kann.

2. Die journalistische Verbreitung der im Interview angegebenen Fehlinformationen

Für die Überprüfung der Täuschung ist hervorzuheben, dass die Unrichtigkeit der Äußerungen des Fondsmanagers vor allem aufgrund des tatbestandlich notwendigen Transaktionsbezugs nicht vor dem Hintergrund des Interviews, sondern im Hinblick auf den veröffentlichten Zeitungsartikel beurteilt werden soll. Die indirekte Handlungsstruktur des Sachverhalts bietet hierbei Anlass, zunächst die Unrichtigkeit der berichteten Äußerungen des Fondsmanagers im Zeitungsartikel zu beurteilen (unter a)) und dann in gesonderter Weise die Zuständigkeit für die verbreiteten Fehlinformationen zu erörtern (unter b)).

13. 11. 2003 – 2003do686; Urt. v. 19. 1. 2000 – 2000do4444). Zu den sich aufdrängenden Kritikpunkten vgl. *Koch/Rußmann*, Juristische Begründungslehre, 1982, S. 211 mit Fn. 72.

78 Etwa *Jeong-Soo Kim* (o. Fn. 42), 3 (29 f.).

a) Formen der Fehlinformation

Der journalistische Bericht enthält eine Vielzahl von einzelnen Fehlinformationen, und zwar in ausdrücklicher wie auch schlüssiger Form. Als ausdrückliche kommen die übernahmebezogenen Inhalte des Zeitungsartikels und die in ihm enthaltenen Äußerungen des Fondsmanagers in Betracht (unter aa)), während der vom Bericht ableitbare Erklärungswert als schlüssige Fehlinformation zu betrachten ist (unter bb)). Am Ende dieses Abschnittes soll – im Anschluss an die deutsche Diskussion über Scalping – auf die in den Urteilen angedeutete Möglichkeit, Manipulationsabsicht als Täuschungsgegenstand zu erfassen, eingegangen werden (unter cc)).

aa) Die journalistisch verzerrte Darstellung der Übernahmewahrscheinlichkeit

In ihrem Beitrag brachte die Journalistin die geschickt formulierten allgemeinen Äußerungen des Fondsmanagers über die Übernahmewahrscheinlichkeit folgendermaßen zum Ausdruck: Der Fondsmanager halte eine feindliche Übernahme der Samsung C&T AG durch ausländische Investoren für „durchaus möglich“. Selbst wenn man vor allem aufgrund der damaligen Verteilung des Aktienbesitzes und der damaligen Unterbewertung der Aktien durch den Kapitalmarkt die Wahrscheinlichkeitsbeurteilung noch als (theoretisch) vertretbar ansehen könnte, erweckt die journalistische Übertreibung einen irreführenden Eindruck, dass auch der Fondsmanager des seitens des Marktes (angeblich) als potenzieller Übernehmer angesehenen Aktionärs die feindliche Übernahme als „durchaus möglich“ eingeschätzt und/oder die verbreitete allgemeine Vermutung zur möglichen Übernahme bestätigt hat. Und die irreführende Übertreibung steht in einem inhaltlichen Zusammenhang mit dem gleich im nächsten Satz enthaltenen falschen Bericht, wonach von dem Fondsmanager ausdrücklich behauptet worden sei, es gebe tatsächlich im Markt eine Bestrebung einer feindlichen Übernahme. Dabei hatte er in diesem Interview dies klar und wiederholt bestritten. Eine gleichgerichtete Verzerrung findet sich aber auch deutlich im nächsten Satz. In diesem wird die ursprünglich im Interview getätigte vage Äußerung, der Fonds werde eine feindliche Übernahmebestrebung Dritter – sofern es zu einem Übernahmekampf komme – vielleicht unterstützen, dahingehend zugespitzt, dass der Fonds diese Unterstützung leisten werde, wenn der Vorstand der Samsung C&T AG nicht bestimmte Voraussetzungen erfülle. Die übertriebenen Inhalte

über die vom Fondsmanager eingeschätzte Übernahmewahrscheinlichkeit, die (geplante) Handlungsstrategie des Investmentfonds Hermes und die behauptete Existenz der Übernahmebestrebung waren zweifelsohne unrichtig. Der Bericht ist also eine ausdrückliche falsche Behauptung über die übernahmebezogene Tatsache und die Existenz der beurteilenden Äußerungen des Fondsmanagers. Die Unrichtigkeiten des Zeitungsartikels sind allerdings – übereinstimmend mit den Urteilen⁷⁹ – nicht dem Fondsmanager zuzurechnen.⁸⁰

bb) Die im Zeitungsartikel erschienenen Äußerungen des Fondsmanagers

Trotz der Übertreibung und Verzerrung durch die Journalistin schlugen sich die wesentlichen Inhalte der Äußerungen des Fondsmanagers im Interview über den „möglichen“ Übernahmekampf in dem Zeitungsartikel nieder. Hierbei stimmen die drei Gerichte miteinander überein, dass die im Zeitungsartikel wiedergegebenen Äußerungen des Fondsmanagers nicht für eine ausdrückliche Täuschung („List“) gehalten werden sollte.⁸¹ Der Ansicht ist zwar im Ergebnis beizutreten, doch sind die einzelnen Argumente dafür nicht unzweifelhaft.

(1) Vertretbarkeit übernahmebezogener Äußerungen

Eine ausdrückliche Täuschung soll einfach deswegen ausscheiden, weil kein expliziter Bestandteil der Tatsachenbehauptungen und der wertenden Äußerungen des Fondsmanagers zur Möglichkeit einer feindlichen Übernahme als Fehlinformation bewertet werden kann. Wie die Gerichte festgestellt haben, behauptete er weder das Vorhandensein einer tatsächlichen Übernahmebestrebung noch Kenntnis darüber noch den Willen zur künftigen Kontrollübernahme durch den Investmentfonds Hermes. Ganz im Gegenteil hat er im Interview mit Nachdruck all dies verneint.

Entgegen der Ansicht der Gerichte kann man jedoch seine übernahmebezogene Äußerung grundsätzlich auch dann als Täuschung in Betracht ziehen, wenn die Information über die Übernahmemöglichkeit schon am Kapitalmarkt (durch

79 Vgl. oben A. II. [2] a. E.

80 Eingehend unter B. II. 2. b) bb) (1).

81 Vgl. oben A. II. [2].

andere) verbreitet worden ist. Denn dass eine objektiv gesehen unrichtige oder mindestens unvertretbare Äußerung grundsätzlich eine Fehlinformation darstellt, steht unabhängig davon fest, ob die Fehlinformation schon verbreitet, allgemein bekannt oder unerkannt ist. Die Bekanntheit einer Information bezieht sich – einmal abgesehen von der Schutzbedürftigkeits- und Zurechnungsproblematik – nur auf das Preiseinwirkungspotenzial der Weiterverbreitung „alter“ oder wohl-bekannter Informationen,⁸² dessen Verwirklichung allerdings aufgrund des „heuristischen“ Informationsverhaltens der Investoren nicht unmöglich ist.⁸³ Dies mag hierbei insbesondere deswegen der Fall sein, weil der im Bericht auftauchende Informant gerade der zuständige Fondsmanager des Investmentfonds ist, der im Markt als (angeblich) potenzieller Übernehmer bekannt war. Seinen Äußerungen kann aufgrund seiner Identität sogar ein neuer Informationswert in Bezug auf die Beurteilung der Wahrscheinlichkeit der Übernahme zukommen. Das Hauptproblem liegt somit in der Unrichtigkeit oder der Unvertretbarkeit seiner (geschickt formulierten) Äußerungen über die Übernahmemöglichkeit. Weil aber der Fondsmanager selbst im Interview seine Beurteilung der Übernahmemöglichkeit präzisierenderweise als abstrakt („unterbewertet“) relativiert hat, scheinen die Äußerungen „mit vermindertem Geltungsanspruch“⁸⁴ – obwohl aus den Urteilen hinreichende Umstände für eine erschöpfende Prüfung nicht entnommen werden können – vertretbar zu sein: Die teilweise auch vom Fondsmanager genannten Umstände als Basis für seine allgemeine Einschätzung oder Prognose entsprachen der Realität. Insbesondere waren die Aktien der Samsung C&T AG im Vergleich mit dem Buchwert im Markt unterbewertet. Auch waren die Aktionäre, die aufgrund ihrer Zugehörigkeit zur Samsung-Gruppe auf der Seite des gegenwärtigen Vorstandes standen, strukturell mit relativ niedriger

82 Siehe hierzu LG Düsseldorf, Urt. v. 14. 7. 2010 – 14 KLS 6/09, abrufbar im Internet: <http://www.justiz.nrw.de/nrwe/lgs/duesseldorf/lg_duesseldorf/j2010/14_KLS_6_09urteil20100714.html> oder menügeführt über <<http://www.justiz.nrw.de>> ➔ Rechtsprechungsdatenbank ➔ Gericht „Landgericht“, Gerichtsort „Düsseldorf“, Aktenzeichen „14 KLS 6/09“ (Stand: 1. 11. 2010), Rn. 319.

83 *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 102 ff.; *Schmies*, Behavioral Finance und Finanzmarktregulierung, in: Engel u. a. (Hrsg.), Recht und Verhalten. Beiträge zu Behavioral Law and Economics, 2007, S. 165 (174 ff.).

84 Vgl. dazu *Hilgendorf*, Tatsachenaussagen und Werturteile im Strafrecht, 1998, S. 175, 186, 193 f.

Quote an der AG beteiligt.⁸⁵ Aus diesen allgemeinen Bedingungen kann man aber auch eine generelle Schlussfolgerung für die abstrakte Möglichkeit einer feindlichen Übernahme ziehen.⁸⁶

Entsprechendes gilt aber auch für die Stellungnahme des Fondsmanagers zu einem „hypothetischen“ Übernahmekampf, den die Journalistin unterstellt hat. Die bedingte Äußerung des Fondsmanagers ist – wiederum entgegen der Ansicht der Gerichte – täuschungstauglich, wenn und soweit die Voraussetzungen für die zukunftsbezogene Bedingung überprüfbar sind. Der Fondsmanager nannte drei Bedingungen, unter denen der Fonds sich am Übernahmekampf beteiligen würde: 1. Wenn sich der Vorstand der Samsung C&T AG weiter zuungunsten des Shareholdervalue verhalten würde, 2. wenn andere Aktionäre die Samsung C&T AG aufgrund der „erheblichen Unterbewertung“ ihrer Aktien zu übernehmen versuchen würden und 3. wenn der Angreifer dem Investmentfonds Hermes ein günstigeres Angebot für eine Kooperation vorschlagen würde.⁸⁷ Die letzteren beiden Voraussetzungen für die mögliche Beteiligung am Übernahmekampf konnten im damals aktuellen Zeitpunkt weder verifiziert noch falsifiziert werden, waren also völlig spekulativ, weil nicht ohne Weiteres beweisbar. Die erste Äußerung bezieht sich zwar auf ein künftiges Ereignis, das grundsätzlich einer Überprüfung unterzogen werden kann. In der Sache aber ist eine Beurteilung sehr schwierig. Diese Äußerung beinhaltet eher eine Stellungnahme zum gegenwärtigen Vorstand. Ihr lässt sich nämlich entnehmen, der Vorstand habe zur Erhöhung des Shareholdervalue noch keine hinreichenden Maßnahmen getroffen und umgesetzt. Dies mag wahr sein, weil der Vorstand – jedenfalls aus Sicht des Fondsmanagers – den Vorschlägen und Aufforderungen des Investmentfonds in Bezug auf die verschiedenen Maßnahmen zur Erhöhung des Shareholdervalue kaum nachgekommen war. Somit wird erkennbar, dass die diesbezüglichen Äußerungen nur eine persönliche Bewertung des Fondsmanagers zur Haltung des Vorstands oder eine Meinungsäußerung über die seinerseitige Unzufriedenheit mit dem zur Erhöhung des Shareholdervalue zurückhaltenden Vorstand darstellten, aber grundsätzlich nicht ohne Weiteres Grundlage für rationale Entscheidung von Investoren sein konnten.

85 Eingehend BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 7.

86 Insoweit hätte die Wirtschaftsjournalistin die allgemeine Bewertung des Fondsmanagers kritisch überprüfen und auch im Bericht auf sie hinweisen müssen.

87 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 11; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 33 f.

(2) Verborgener Verkaufswille als Täuschungsgegenstand

Den im Wege der journalistischen Berichterstattung veröffentlichten Äußerungen des Fondsmanagers aber kann ein anderer Erklärungswert zukommen, der sich insbesondere aus seinen Äußerungen zum „möglichen Übernahmekampf“ und seinem unter Vorbehalt geäußerten gegenwärtigen Willen zur weitergehenden „Kooperation“ mit dem Vorstand herleiten lässt. Dass die koreanischen Gerichte zwar die hierfür relevante Rechtsfigur der konkludenten Täuschung kennen, jedoch in diesem Fall im Ergebnis abgelehnt haben, soll im Folgenden in fallbezogenem Rahmen kritisch betrachtet werden.

(a) Formalistische Interpretation der Äußerungen des Fondsmanagers

Bei der Interpretation der Erklärung des Fondsmanagers gehen die beiden Instanzgerichte davon aus, dass die „listige“ Handlung i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 WpHG nicht nach dem „Kriterium“ des „inneren“ Willens des Täters, sondern nach den „objektiven“ Umständen beurteilt werden müsse.⁸⁸ Dabei beruft sich das OG Seoul auf ein Urteil des KGH,⁸⁹ bei dem es darum ging, ob eine Ad-hoc-Mitteilung über die auf die „Telekommunikation“ als einen neuen Unternehmensgegenstand bezogene Satzungsänderung durch den Beschluss der Hauptversammlung dann unter Irreführung fällt, wenn der Vorstand von vornherein überhaupt keinen Willen gehabt hat, in dem neu in die Satzung eingefügten Geschäftsbereich tätig zu werden. Dazu führt der KGH aus, dass die Ad-hoc-Mitteilung trotz fehlenden Willens in Bezug auf die angeblich geplante Tätigkeit in dem neuen Geschäftsbereich keine Täuschung sei, weil die Hauptversammlung jedenfalls tatsächlich einen Beschluss für die Satzungsänderung gefasst und der Vorstand gemäß § 186 Abs. 1 Nr. 4 kWpHG nur diesen mitgeteilt habe. Die fehlende Begründung holte ein Richter⁹⁰ in einem Aufsatz nach. Voneinander zu unterscheiden seien danach die zwei Typen der Ad-hoc-Mitteilung: die, dass die Hauptversammlung einen Beschluss zur Satzungsänderung angesichts eines

88 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 37 (siehe oben A. II. [4]).

89 KGH, Urt. v. 14. 11. 2003 – 2003do686.

90 Im Folgenden *Yong-Seon Mun*, Die für die Anlageentscheidung erheblichen Umstände i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 2 WpHG, Erläuterung zur Entscheidung des KGH 48, 2004, S. 418 (430 f.).

neuen Geschäftsbereiches gefasst habe (Fall 1), und die, dass die AG einen neuen Einstieg in den Tätigkeitsbereich plane und vorantreibe (Fall 2). Für die Beurteilung der Unrichtigkeit bei Fall 1 sei entscheidend, ob der mitgeteilte Beschluss tatsächlich getroffen worden sei, aber nicht, ob die Gesellschaft⁹¹ tatsächlich die Fähigkeit und den Willen für den Einstieg in den neuen Unternehmensgegenstand gehabt habe. Die letzten Umstände spielten demgegenüber für den Fall 2 eine wesentliche Rolle. Für eine derartige Differenzierung argumentierte der Verfasser, dass die gemäß § 289 Abs. 1 Nr. 1 KHGB in der Satzung einer AG zu bestimmenden Unternehmensgegenstände nur einen potenziellen Tätigkeitsbereich darstellten, eine tatsächliche Tätigkeit in einigen oder sämtlichen der genannten Unternehmensgegenstände aber von dem „Business Judgement“ des Vorstandes abhängen und somit eine Teilumsetzung durch den Vorstand vom KHGB nicht verboten sei.

Unabhängig von der fragwürdigen Verwechselung des Täuschungsgegenstandes mit dem „Kriterium“ der Unrichtigkeit⁹² ist die Meinung durch einen unzulässigen Formalismus geprägt. Denn sie misst allein ausdrücklichen Äußerungen Bedeutung zu. Dadurch wird aber die Konstruktion konkludenter Täuschung völlig außer Acht gelassen. Dieses Problem zeigt sich im vom OG Seoul herangezogenen Urteil des KGH deutlich. Die Ad-hoc-Mitteilung der beschlossenen Satzungsänderung durch die Hauptversammlung setzt – abgesehen von Beweisproblemen – logischerweise den gegenwärtigen Willen der (künftigen) Tätigkeit im neuen Bereich voraus. Denn die Satzungsänderung für die Erweiterung des Tätigkeitsbereichs ist dann weder durch eine Hauptversammlung beschlussbedürftig, noch darf sie beschlossen werden,⁹³ geschweige denn mitteilungsbedürftig oder -pflichtig, wenn ein Wille zum Tätigwerden in dem neuen Geschäftsbereich von vornherein überhaupt nicht vorhanden ist. Die beiden oben genannten Fälle der Ad-hoc-Mitteilung unterscheiden sich somit zwar voneinander im Hinblick auf die äußeren Tatsachen, also den Beschluss der Hauptversammlung einerseits (Fall 1) und die Umsetzungsvorhaben andererseits (Fall 2). Für beide

91 Es ist selbstverständlich, dass eine Gesellschaft selbst keinen „Willen“ bilden kann, sondern ihren „Willen“ durch die Organe bildet.

92 Das „Kriterium“ für die Beurteilung der Fehlinformation muss selbstverständlich sein, ob die ausdrücklichen oder konkludent unterstellbaren Äußerungen der behaupteten Realität entspricht. „Objektive“ sowie subjektive Umstände sind Gegenstand einer Täuschung.

93 Wenn der Vorstand nicht in dem neuen Geschäftsbereich tätig werden will, darf er die Hauptversammlung nicht diesbezüglich einberufen.

indessen kommt dieselbe innere Tatsache, also der Wille zum Tätigwerden in einem neuen Geschäftsbereich, in Betracht.

Es ist dabei offensichtlich, dass die Ansicht des KGH unweigerlich zum fatalen Folgeproblem führt, dass das Rechtsinstitut der unternehmerischen Ad-hoc-Publizität in seiner Bedeutung mit seinem Anwendungsbereich schrumpft. Das muss das normativ gesicherte Vertrauen der Investoren in das informative Verhalten (mittels Ad-hoc-Publizität) der Emittenten erschüttern. Die Meinung des KGH unterstützt also – natürlich nicht bewusst – den Missbrauch der Ad-hoc-Publizität, der auf das Ausnutzen der „Behavioral Bias“ der Investoren abzielt.⁹⁴ Dogmatisch ausgedrückt: Die formalistische Betrachtungsweise führt dazu, dass normativ ableitbare Erklärungsinhalte wie etwa innere Tatsachen vollkommen aus dem Anwendungsbereich der Täuschung i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG herausgenommen werden. Dadurch aber bricht eine nicht zu rechtfertigende Lücke der Strafbarkeit auf. Aber es gibt keinen ersichtlichen überzeugenden Grund für die Differenzierung der Erklärungswerte nach den fragwürdig vertypen Ad-hoc-Mitteilungen. Denn die Unrichtigkeit einer täuschenden Handlung darf nicht angesichts einzelner (ausdrücklicher) Angaben, sondern kann nur angesichts des Gesamteindrucks beurteilt werden. Dieser muss – unter Berücksichtigung der gesamten Umstände – über das tatsächlich Ausgedrückte hinaus ermittelt werden. Nichts anderes gilt für die Fehlinformation mittels unternehmerischer Pressekonferenzen oder journalistischer Berichterstattung, weil die Rechtsgüter Vermögen und/oder Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts grundsätzlich unabhängig davon gefährdet werden können, in welcher Form und Weise eine Fehlinformation in Umlauf gebracht wird.

(b) Erklärungswert der Übernahmeteilnahme und Kooperation

Die beiden Instanzgerichte führen nun weiter aus, dass das Verhalten des Fondsmanagers nicht für irreführend („listig“) zu halten sei, weil die (ausdrücklichen) Äußerungen des Fondsmanagers im Interview und im Zeitungsartikel nicht unrichtig seien.⁹⁵ An diesem Ergebnis soll sich auch dann nichts ändern, wenn der Fondsmanager die Absicht zum Aktienverkauf nach der Berichterstattung gefasst hätte. Insgesamt ist aber diese Sichtweise abzulehnen. Denn wenn

⁹⁴ Eingehend *Klöhn* (o. Fn. 83), S. 178 ff.

⁹⁵ BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14; OG Seoul (o. Fn. 6), S. 37 (siehe oben A. II. [4]).

man eine Irreführung verneint, führt dies zu einer falschen Interpretation der Äußerungen des Fondsmanagers. Eine derartige dogmatische Differenzierung entfernt sich nämlich von der Börsenpraxis und lässt sich nicht operationalisieren:

Der Zeitungsartikel enthält eine andersartige falsche Äußerung als die journalistische Fehlinformation, die schon oben aufgezeigt worden ist. Im Interview sagte der Fondsmanager, dass der Investmentfonds zwar in einer hypothetischen künftigen Übernahme-situation gegebenenfalls die Übernahmestrebungen anderer unterstützen könne, aber eine weitere „Kooperation“ mit dem jetzigen Vorstand der Samsung C&T AG zur Erhöhung des Shareholdervalue bevorzuge. In inhaltlichem Zusammenhang damit stehen seine Äußerungen im Interview, dass er das gerade vor dem Interview durch die Samsung C&T AG angekündigte Rückkaufprogramm für eine gute Entscheidung zur Erhöhung des Shareholdervalue gehalten und weitere Maßnahmen dazu aufgezeigt und eingefordert habe.⁹⁶ Während die ausdrückliche Bereitschaft des Investmentfonds Hermes zur weiteren Kooperation zwar in der ersten Fassung des Berichts enthalten war, aber im redaktionellen Gang weggefallen ist, haben die anderen Äußerungen in übertriebener Form, aber ohne wesentlichen Inhaltsunterschied im Zeitungsartikel ihren Niederschlag gefunden. Die im Bericht auftauchenden Bemerkungen des Fondsmanagers zur möglichen Übernahme oder zur von ihm vorgeschlagenen neuen Geschäftspolitik zeigen eine unverkennbare Konformität zum geäußerten Kooperationswillen auf, der seinerseits einen weiteren Besitz(-Willen) der Aktien der Samsung C&T AG voraussetzen muss. Weil eine – freundliche oder eventuell feindliche – „Kooperation“ mit dem Vorstand, eine ständige Einflussnahme auf die künftige Geschäftspolitik zur Erhöhung des Shareholdervalue und eine Teilnahme am möglichen Übernahmekampf selbstverständlich ohne den weiteren Aktienbesitz weder möglich noch zweckmäßig wären,⁹⁷ kann man aus den Äußerungen des Fondsmanagers im Interview und im diese wiedergebenden Bericht einen zusätzlichen stillschweigenden Erklärungsinhalt ableiten, dass der Investmentfonds Hermes weiterhin Aktionär bleiben will. Die Information über den Willen eines der großen Aktionäre zum weiteren Aktienbesitz, der notwendige Voraussetzung für seine Einflussnahme auf die

96 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 7 (siehe zum Sachverhalt auch oben A. I.).

97 Vgl. dazu *Kindhäuser*, Konkludentes Täuschen, in: Ulrich Sieber u. a. (Hrsg.), *Strafrecht und Wirtschaftsstrafrecht: Dogmatik, Rechtsvergleich, Rechtstatsachen*. Festschrift für Klaus Tiedemann zum 70. Geburtstag, 2008, S. 579 (585, 586).

künftige Geschäftspolitik und die optionale Positionierung zum künftig möglichen Übernahmekampf darstellt, ist auch erheblich für eine Anlageentscheidung anderer (potenzieller) Marktteilnehmer. Denn die ständige Beteiligung des Investmentfonds Hermes kann – nicht (nur) aufgrund dessen Absicht zur Beteiligung am möglichen Übernahmekampf oder der möglichen Veränderung der Aktionärsstruktur⁹⁸ – mindestens das objektive Potenzial für eine kurz- und mittelfristige Aktienpreisänderung und damit die zu erwartende Rentabilität gegenwärtiger und künftiger Kapitalanlagen aufweisen.

Für die Annahme konkludenter Täuschung muss man nun zwangsläufig die Frage danach stellen, ob der Fondsmanager bereits vor dem Interview mit der Journalistin einen Verkaufswillen hatte, so dass ein falscher Gesamteindruck im Wege einer konkludenten Täuschung mittels einer journalistischen Berichterstattung entstanden ist. Anders gesagt: Zu fragen ist, ob der aus der Berichterstattung ableitbare Wille des Fondsmanagers zum weiteren Aktienbesitz seinem tatsächlichen Willen im Zeitpunkt des Interviews entsprach oder nicht. Dazu hat das BG Seoul Mitte zunächst erstaunlicherweise die Ansicht vertreten, dass ein geplanter Verkauf täuschungsirrelevant sei, wenn und soweit die Äußerungen des Fondsmanagers nicht den Eindruck eines weiteren „Kaufs“, sondern nur den eines weiteren „Besitzes“ erweckt hätten.⁹⁹ Die Gegenüberstellung von (zusätzlichem) Kauf und (weiterem) Besitz ist unverständlich, weil ein Besitz in einer Kontradiktion zu einem Nicht(-mehr-)besitz, also einem Verkauf, aber nicht zu einem Kauf steht. Man darf also nicht die aus dem Bericht möglicherweise ableitbare Implikation für einen Aktienkauf mit dem Besitzwillen des Täters verwechseln.

Das BG Seoul Mitte führt weiter aus, dass der Fondsmanager nicht zwingend einen „endgültigen“ Verkaufswillen gehabt habe, als er mit der Journalistin gesprochen habe.¹⁰⁰ Ein wesensähnliches Argument findet sich auch beim OG Seoul, wenn es einräumt, dass es den „Verdacht“ der Existenz eines Verkaufswillens beim Fondsmanager nicht verneinen kann.¹⁰¹ Beide Gerichte heben dabei hervor, dass der Fondsmanager sich im Interview nicht ausdrücklich in Bezug auf möglichen Aktienverkauf geäußert hat. Unabhängig von dem oben schon

98 Siehe hierzu *Assmann*, in: *Assmann/Schneider* (Hrsg.), *WpHG*, 5. Aufl. 2009, § 15 Rn. 70 m. w. N.

99 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 14 (siehe oben A. II. [3]).

100 BG Seoul Mitte (o. Fn. 6), S. 13 (siehe oben A. II. [3]).

101 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 29 ff. (siehe oben A. II. [3]).

behandelten Problem, dass diese Argumentation die Konstruktion der konkludenten Täuschung völlig außer Acht lässt, kann diese Ansicht indessen keine Zustimmung verdienen. Weil eine ökonomische Entscheidung voraussetzt, dass flexibel auf künftige Entwicklungen des Entscheidungsumfelds reagiert werden kann, muss die Grenze zwischen einem endgültigen und einem bedingten Verkaufswillen in der Regel fließend sein. Deswegen ist eine solche Abgrenzung dogmatisch mehr als fragwürdig und führt unweigerlich zur Willkürlichkeit. Ein unbedingter Verkaufswille ist eher eine Ausnahme. Die Formulierung richterlicher (Nicht-)Überzeugung mit dem Wort „Verdacht“ in Urteilen ist außerdem sehr fragwürdig, weil die Frage nach dem Beweis und der Überzeugung der Existenz innerer Tatsachen keine Frage nach Grad oder Größe, also keine Mehr-oder-Weniger-, sondern eine Entweder-Oder-Frage ist: *tertium non datur*. Obwohl die Gerichte allein den Umstand, dass der Fondsmanager ausdrücklich nichts über einen Verkaufswillen geäußert hat, einseitig dahin gehend interpretieren wollen, dass er keinen endgültigen Kaufwillen habe, kann dies jedoch kein Indiz für das Nichtvorhandensein eines Verkaufswillens sein. Wenn er vor dem Interview betont hätte, dass er keinen Verkaufswillen hege, hätte dies eher das Vorhandensein einer Preismanipulationsabsicht nahelegen können. Damit kann dies im Gegenteil ein (zusätzliches) Indiz für die Existenz eines Verkaufswillens sein.

Eine abschließende Beurteilung, ob der Fondsmanager vor dem Interview bereits einen Verkauf plante, ist hier nicht möglich. Es soll trotzdem auf die in den Urteilen genannten Umstände hingewiesen werden, bei deren Berücksichtigung der KGH als Revisionsgericht gemäß §§ 308, 383 Nr. 1, 391 kStPO die Lückenhaftigkeit und Widersprüchlichkeit der Beweiswürdigung und Überzeugungsbildung durch die Tatrichter und die Aufhebungsmöglichkeit hätte prüfen können und müssen. Der Fondsmanager und sein Broker haben unmittelbar vor dem Interview und am Tag der Berichterstattung über die Möglichkeit des Aktienverkaufs und andere Investitionsmöglichkeiten diskutiert. Der Fondsmanager gab dem Broker einen Auftrag zur „Kontaktaufnahme“ mit den Medien, nachdem er seinen Wunsch, eigene Vorzugsaktien zu verkaufen, geäußert hatte. Der Fondsmanager hielt bei der Diskussion der Beantwortungstaktiken der Empfehlung des Brokers entgegen, dass er die Fragen nach der Übernahmemöglichkeit „ein bisschen aggressiv“ beantworten wolle. Der Broker hob vor dem Interview ungewöhnlicherweise hervor, dass das Ziel des Interviews nicht in einer Preismanipulation, sondern in der Verbesserung des verzerrten Images Hermes' liege. Während der Fondsmanager am Tag der Berichterstattung trotz seiner Frage nach der

Verkaufsmöglichkeit definitiv einen Verkaufswillen verneinte, hat er gleich am nächsten Tag den Broker wegen seiner Enttäuschung über den Aktienpreis mit einen schnellstmöglichen Vollverkauf beauftragt. Der Broker erklärte am Tag der Berichterstattung seinem Kollegen, „das Interview mit der Journalistin bei der Tageszeitung Chosunilbo nahm Hermes planmäßig vor. Ich weiß, was Hermes will.“¹⁰².

cc) Exkurs: Absichtliche Betonung der Übernahmemöglichkeit als Täuschung?

Als weitere Argumente für die Annahme einer Täuschung („List“) hat die Staatsanwaltschaft die Theorie der absichtlichen Betonung der nicht unbedingt unrichtigen Tatsachen als „List“ ins Feld geführt. Die Gerichte haben eine andere Meinung vertreten. Diese Ansichten sollen im Folgenden kritisch diskutiert werden.

Im gesamten Strafverfahren brachte die Staatsanwaltschaft wiederholt vor, dass die weitere Verbreitung von im Kapitalmarkt umlaufenden Gerüchten über die Übernahmemöglichkeit durch journalistische Berichterstattung, die auf Verleitung der Investoren zur Transaktion und zum darauf aufbauenden Aktienverkauf gerichtet sei, eine „List“ i. S. d. Vornahme eines Tricks darstelle.¹⁰³ Diese staatsanwaltschaftliche Meinung ist – wie oben erläutert – von den Gerichten in Inkonsistenz zu ihrem begrifflichen Verständnis der „List“ unberechtigtweise abgelehnt worden. Die erkennenden Gerichte hätten für einen Freispruch nicht allein darauf abstellen dürfen, dass keine ausdrückliche Fehlinformation erfolgte, sondern vielmehr überprüfen müssen, ob den berichteten Äußerungen des Fondsmanagers ein zusätzlicher Erklärungswert zukam.

Diesbezüglich geht das OG Seoul davon aus, dass ein Fondsmanager oder ein Broker in „erwartungsgemäßer“ Weise auf eine Preiseinwirkung abziele, wenn er eine Empfehlung ausspreche, es sei denn, dass dieses Verhalten rechtswidrig wäre.¹⁰⁴ Diese tautologisch anmutende Meinung ist nicht überzeugend. Zunächst ganz fragwürdig und merkwürdig ist, dass die Äußerungen des Fondsmanagers, wenn sie „einigermaßen“ auf die Preismanipulation mittels journalistischer Be-

102 Vgl. zu allen Umständen OG Seoul (o. Fn. 6), S. 20 f., 23, 24 f., 29 ff. (siehe zum Sachverhalt auch oben A. I.).

103 Siehe hierzu OG Seoul (o. Fn. 6), S. 9 ff.

104 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 31 f. (siehe oben A. II. [4]).

richterstattung abzielen, „selbstverständlich erwartungsgemäß“ sein sollen. Nach § 52 Nr. 3 kWpHG i. V. m. § 36-3 Nr. 2, 8, 9, 15 kWpHGVO oder § 182 Nr. 14 i. V. m. § 147 Abs. 1 Nr. 5, 6, 8 kInvG ist eine Empfehlung eines Wertpapierdienstleistungsunternehmens oder seiner Mitarbeiter zum eigennützigen Zweck – unabhängig von ihrer sachlichen Richtigkeit – vollkommen verboten, und wird verwaltungs- oder strafrechtlich sanktioniert. Die Äußerungen eines Aktionärs oder eines Fondsmanagers über erworbene Wertpapiere und deren Emittenten werden zwar vom Schutzbereich der Meinungsfreiheit aus Art. 21 Abs. 1 des koreanischen Verfassungsrechts umfasst. Dies bedeutet aber nicht, dass eine Äußerung zum Zweck der Preismanipulation verfassungsrechtlich geschützt wäre, was die oben genannten Vorschriften aufzeigen. Das Hauptproblem liegt also nicht in der Meinungsfreiheit, sondern darin, ob die Manipulationsabsicht Gegenstand einer Täuschung sein kann, was aber in den Urteilen und den dazu zu findenden Anmerkungen in der Literatur unverständlicherweise ausgeblendet wird.

Hierzu mag eine Betrachtung der kontroversen Diskussion zum Scalping in der deutschen Literatur¹⁰⁵ hilfreich sein, die sich darauf bezieht, ob eine Empfehlung mit einer solchen Preismanipulationsabsicht für eine konkludente Täuschung über ein „sachfremdes Ziel der Kursbeeinflussung zu eigennützigem Zweck“¹⁰⁶ gehalten werden sollte. Aber auch wenn einer Empfehlung eines Täters, der in einem Beratungsverhältnis oder einer vergleichbaren Konstellation¹⁰⁷ zu einem Anleger steht, der diese Empfehlung erhält, der Erklärungswert beigemessen werden könnte, dass weder Manipulationsabsichten noch Interessenkonflikte in der Person des Täters vorliegen, kann dies doch nicht verallgemeinert werden. Für andere Fälle wie etwa Postings in Internetforen oder das Schicken von Spam-E-Mails¹⁰⁸ könnte ein solcher Erklärungswert höchstens aufgrund allgemeiner Erwartung¹⁰⁹ angenommen werden. Weil Gewinnstreben durch

105 Zu einem Überblick *Eichelberger*, Das Verbot der Marktmanipulation (§ 20a WpHG), 2006, S. 316 f. m. w. N.

106 BGHSt 48, 373 (380), grammatikalisch verändert.

107 Etwa *Hellmann/Beckemper*, Wirtschaftsstrafrecht, 3. Aufl. 2010, Rn. 175.

108 Etwa *Fleischer*, Stock-Spams – Anlegerschutz und Marktmanipulation, ZBB 2008, 137 (143 f.).

109 Etwa *Lenenbach*, Scalping: Insiderdelikt oder Kursmanipulation?, ZIP 2003, 243 (244); zu Recht ablehnend *Wohlers/Mühlbauer*, in: Hans Carsper von Crone u. a. (Hrsg.), Neue Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser zum 60. Geburtstag, 2003, S. 743 (753 f.).

eigennütziges Verhalten und (potenzielle) Interessenkonflikte marktimmanent sind, kann man die Eigennützigkeits- oder die Interessenkonfliktsfreiheit als Erklärungswert einer Äußerung nicht ohne Weiteres unterstellen.¹¹⁰ Das Argument der Rechtsgutsgefährdung, wonach auch eine Übermittlung sachgerechter Information die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts i. S. d. Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an Börsen und Märkten beeinträchtigt, wenn der Täter bei der Übermittlung der Information auch Eigeninteressen verfolge,¹¹¹ kann keine Zustimmung verdienen. Soweit die übermittelte Information noch sachgerecht oder vertretbar ist, bildet sie die Grundlage für eine rationale Entscheidung des Anlegers, die ihn noch sein Ziel, also Vermögensmehrung, erreichen lassen kann.¹¹² Wenn eine „neue“ Information, die zwar aufgrund ihrer Fundamentalwertbezogenheit für die Preisbildung in Märkten relevant ist, aber noch nicht in Preisen ihren Niederschlag findet, zur Anlageentscheidung benutzt würde, bilden sich die Marktpreise „wahrheitsgemäß“ i. S. d. „Informationseffizienz“. Wenn sich der Informationsempfänger auch darüber informiert hätte, dass es beim Täter in Folge dessen Empfehlung in Verbindung mit dessen Verkaufsvorhaben zu einem Interessenkonflikt gekommen ist, hätte er auf die informationskonforme Entscheidung verzichten können. Dass dem Informationsempfänger diese Möglichkeit jedoch verschlossen blieb, könnte zwar eine Verschlechterung des Anlegerinteresses im Aspekt der Dispositionsfreiheit¹¹³ bedeuten. Als Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit i. S. d. Informationseffizienz des Kapitalmarkts lässt sich dies aber nicht bewerten. Denn die sachgerechte Information kann – anders als unzutreffende „frei erfundene Gerüchte ohne sachliche Grundlage“ – niemals als „Noise“ i. S. d. „Beeinträchtigung der Aggregats- und Kommunikationsfunktion des Preises“¹¹⁴ angesehen werden.

110 Zu Recht *Zischang*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 3 Kap. 1 T1 Rn. 151.

111 So *Vogel*, *Scalping als Kurs- und Marktmanipulation* – Besprechung von BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 – 1 StR 24/03, NStZ 2004, 252 (255); ähnlich *Young-Ik Choi/Jae-Woo Lee* (o. Fn. 48), 38 (50): „Verletzung der Lauterkeit des Markts“.

112 Zu Recht *Pananis*, Anmerkung zum BGH, Urteil vom 6. 11. 2003 – 1 StR 24/03, NStZ 2004, 287 (288); aber *Lenenbach*, BGH EWiR § 20a WpHG 1/04, 307 (308): „Schadenpotenzial“.

113 *Vogel*, in: Assmann/Schneider (o. Fn. 98), § 20a Rn. 30.

114 Statt aller *Heyl*, Noise als finanzwirtschaftliches Phänomen. Eine theoretische Untersuchung der Bedeutung von Noise am Aktienmarkt, 1995, S. 53 ff. m. w. N. *Flaig*, *Wirtschaftsjournalismus und Markt – Notwendigkeit und Ansätze einer Regulierung*, 2009, S. 106, 108, spricht „die negative Wirkung in Form von Überreaktionen des Markts“ durch

Denn eine „sachfremde“ Absicht oder ein Interessenkonflikt kann der Preis von vornherein nicht reflektieren, weil sich Informationsempfänger überhaupt nicht über sie informiert haben und diese somit nicht in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen können. Für den Fall Hermes/Clements mag man für die Äußerung des Fondsmanagers einen Noisecharakter und somit eine Beeinträchtigung der Informationseffizienz annehmen, weil diese Äußerung nichts Neues enthielt. Dies bedeutet allerdings nicht die Tatbestandsmäßigkeit der Äußerungen, soweit sie in jeder Hinsicht vertretbar bleiben und ihnen somit der Charakter einer Täuschung nicht zuzuerkennen ist.

Die hier vertretene Meinung könnte man mit dem Argument zu entkräften versuchen, dass für diesen Fall § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 1 kWpHG anwendbar sei. So zog die Staatsanwaltschaft als irreführende („listige“) Handlung die Reproduktion des schon im Markt verbreiteten Übernahmegerüchtes in Betracht, dessen Kursieren-Lassen mittels der journalistischen Berichterstattung die Investoren zum Aktienkauf verleitet habe.¹¹⁵ Danach käme es insgesamt für die Irreführung i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 kWpHG nicht darauf an, ob der Inhalt des verbreiteten Gerüchtes (un)richtig ist. Eine systematische Überlegung könnte dies stützen. § 188-4 Abs. 2 Nr. 2 kWpHG verbiete auch die wahre Äußerung über eine Preismanipulation Dritter. Auch § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 1 kWpHG verbiete – unabhängig davon, ob es unrichtig sei oder nicht – eine Verbreitung eines Gerüchtes. Dies ergebe sich daraus, dass im Gegensatz zu anderen Verbreitungsgegenständen diese Norm in Bezug auf Gerüchte keine Einteilung in „richtig“ und „falsch“ vornehme, deren Verbreitung also unterschiedslos verbiete.¹¹⁶ Die Unrichtigkeit übermittelter Information sei also für den Tatbestand des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG irrelevant. Aber die Theorie zur Preismanipulation mittels wahrer Information vermag nicht zu überzeugen. Ob zunächst eine wahre Information über den Manipulationsversuch Dritter gemäß § 188-4 Abs. 2 Nr. 2 kWpHG (strafwürdig und) strafbar ist, ist zweifelhaft. Der Wortlaut scheint zwar die Bejahung der Frage zuzulassen. Dabei darf man sich aber nicht darüber hinwegsetzen, dass die „informationsgestützte“ Preismanipulation das Potenzial der Preiseinwirkung mittels einer Fehlinformation verlangt. Die Übermittlung

zutreffende Informationen, wobei allerdings – wie verbreitet – missverstanden wird, dass § 20a WpHG die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts nur hinsichtlich der Informationseffizienz schützen soll. Eine „Überreaktion“ auf eine neue wahre Information wird nicht durch das Marktmanipulationsstrafrecht sanktioniert.

115 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 12 (siehe oben A. II. [4]).

116 So *Sung-Soo Pyo* (o. Fn. 40), 160 (171).

wahrer Informationen beeinträchtigt überhaupt nicht den Schutzzweck des Tatbestands i. S. d. Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, sondern fördert vielmehr den „informationseffizienten“ Kapitalmarkt. Dies zeigt das folgende Beispiel deutlich: Die Verbreitung der Tatsache, jemand habe den Preis der Aktien X durch fiktiven Handel manipuliert, kann einer Warnung dienen, die eine (selbstschädigende) „Dekodierung“¹¹⁷ der angeblichen Informationssignale aus den manipulierten Preisen und damit marktstörende „information mirages“¹¹⁸ verhindert. Insoweit muss man im Wege einer teleologischen Reduktion die Unrichtigkeit einer übermittelten Information in den Tatbestand hineinlesen. Und allein mit dem missglückten Attribut in § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 1 kWpHG (etwa: „falsche Tatsachen“) lässt sich nicht begründen, warum eine Preismanipulation mittels wahrer Information strafbar und warum es für eine Gerüchteverbreitung irrelevant sein soll, ob diese täuschenden Charakter hat. Weil nur die Informationsübermittlung „falsch“ sein kann, muss man auch für die Verbreitung der Gerüchte ihren Täuschungscharakter verlangen. Im Ergebnis: Die Theorie, dass die absichtliche Übermittlung „wahrer“ Informationen als informationsgestützte Preismanipulation in Form der Verbreitung eines Gerüchtes angesehen werden kann, ist abzulehnen, soweit die Äußerungen – wie oben gezeigt – vertretbar sind.

b) Mobilisierung der Journalistin

Allein die objektive Unrichtigkeit des Zeitungsartikels vermag selbstverständlich noch nicht die Strafbarkeit des Fondsmanagers oder der Journalistin zu begründen, und zwar auch dann nicht, wenn sie „vorsätzlich“ falsche Angaben¹¹⁹ gemacht hätten. Denn der Tatbestand des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 Alt. 2 kWpHG ver-

117 Klöhn (o. Fn. 83), S. 50.

118 Camerer/Weigelt, Information Mirages in Experimental Asset Markets, *The Journal of Business* 64 (1991), 463 (463 f.): „overreact to uninformative trades, mistakenly inferring information from them“.

119 Zum Schutzbereich der Pressefreiheit im Kontext des Kapitalmarktsstrafrechts Schröder, Strafrechtliche Risiken für den investigativen Journalismus? – Die Meinungs- und Pressefreiheit und das Wertpapierhandelsgesetz, *NJW* 2009, 465 (469); zum Marktmanipulationsbezug umfassend Flaig (o. Fn. 114), S. 91 ff.; Nossol, Marktmanipulation versus Pressefreiheit bei der alltäglichen journalistischen Berichterstattung. Der § 20a Abs. 6 WpHG, 2010, S. 61 ff., 168 ff.; vgl. auch Sturm, Die kapitalmarktrechtlichen Grenzen journalistischer Arbeit, *ZBB* 2010, 20 (34).

langt als subjektives Unrechtselement neben dem Vorsatz auch eine Vorteilsverschaffungsabsicht. Die subjektive tatbestandliche Anforderung eröffnet somit im Hinblick auf die Journalistin die kontroverse Problematik der mittelbaren Täterschaft bei Absichtsdelikten, die im Folgenden fallbezogen gesondert behandelt werden soll.

aa) Fehlende Betrachtung zur mittelbaren Täterschaft

In den Urteilsbegründungen finden sich allerdings keinerlei Ausführungen zur möglichen mittelbaren Täterschaft, die § 34 kStGB¹²⁰ regelt. Dies ist bemerkenswert, weil die Gerichte davon ausgehen, dass die den falschen Bericht erstattende Journalistin über das Interviewmotiv des Fondsmanagers oder seinen bevorstehenden Verkaufsplan keine Kenntnis hatte. Diese fehlende Erörterung macht deutlich, dass die beiden Instanzgerichte in ihren Urteilsbegründungen die Tatbestandsmäßigkeit der Äußerungen des Fondsmanagers im Interview und auch im Zeitungsartikel nebeneinander, eventuell durcheinander, geprüft haben. Dass die Gerichte nicht zwischen der vorbereitenden Täuschung der Journalistin und der tatbestandsmäßigen Täuschung der Zeitungsleser als potenzielle Investoren differenzierten, ließe sich zwar durch die Theorie „indirekter List“¹²¹ begründen. Danach täuscht der Täter einen Tatmittler über sein wahres Handlungsziel und dieser wiederum das (potenzielle) Opfer. Unabhängig von der Überflüssigkeit dieser Konstruktion wird dadurch aber die Strafbarkeit so stark vorverlagert, dass die angeblich tatbestandsmäßige Handlung, also die Irreführung der Journalistin über das Interviewmotiv und/oder den geplanten Verkauf, keinen oder höchstens einen sehr vagen, „indirekten“ Bezug auf die Informationsineffizienz des Kapitalmarkts aufweisen kann. Die Theorie „indirekter List“ müsste also den Transaktionszusammenhang einer tatbestandsmäßigen Handlung beiseite lassen, die „in Bezug auf den Erwerb oder die Veräußerung eines Wertpapiers oder sonstige Transaktionen“ durchgeführt werden soll, was im Interview in doppelter Weise indirekt blieb.

120 Ein Überblick darüber befindet sich bei *Misuk Son*, Die mittelbare Täterschaft und das System der Tatbeteiligung im koreanischen StGB, ZStW 119 (2007), 750.

121 Etwa KGH, Urt. v. 25. 3. 2005 – 2003do5004.

bb) Journalistische „Hilfe“

Wie oben erläutert enthält der veröffentlichte Zeitungsartikel Fehlinformationen, die sowohl von dem Fondsmanager als auch von der Journalistin produziert worden sind und in gleichem Kontext stehen. Die (zunächst untechnisch so bezeichnete) journalistische „Hilfe“ zur Preismanipulation aber ist angesichts der einzelnen Fehlinformationen differenzierend zu betrachten, wobei der Tatbestand der Preismanipulation als Absichtsdelikt ein besonderes Problem zur dogmatischen Abschichtung der Zuständigkeit für die Fehlinformationen aufwirft.

(1) Unkenntnis der Journalistin im Hinblick auf den Verkaufswillen des Fondsmanagers

Die Journalistin veröffentlichte in ihrem Zeitungsartikel die Übernahmewahrscheinlichkeit falsch. Diese basierte auf von ihr frei erfundenen Tatsachen, was bedeutet, dass die Fehlinformation dem Fondsmanager nicht zurechenbar ist. Dies bedeutet allerdings noch nicht die Strafflosigkeit des Fondsmanagers als mittelbarer Täter, weil er – jedenfalls nach den Urteilen der Tatgerichte – die Journalistin über seinen Willen zum Aktienbesitz getäuscht hat. Als klassischer Fall einer mittelbarer Täterschaft im journalistischen Bereich bezeichnet werden kann eine Handlung eines Informanten, durch die ein Journalist veranlasst wird, sich über anlageentscheidungsrelevante Umstände falsch zu informieren, und damit unbewusst zur informationsbasierten Preismanipulation des Informanten eingesetzt wird.¹²² Der gutgläubige Journalist weiß nicht, dass Inhalte seines Zeitungsartikels, die ursprünglich auf Angaben seines Informanten beruhen, falsch sind. Für unseren Fall bestand eine solche mangelnde Kenntnis bei der Journalistin – nach den Ergebnissen tatgerichtlicher Feststellungen – hinsichtlich des Willens zum weiteren Besitz der Aktien, der sich inhaltlich in den Äußerungen des Fondsmanagers über die künftigen Pläne des Investmentfonds Hermes in Bezug auf die Erhöhung des Shareholdervalue im Zeitungsartikel niederschlug. Und der Fondsmanager täuschte im Interview die Journalistin ausdrücklich darüber, dass der Investmentfonds Hermes den Willen zur weiteren shareholdervalue-günstigen „Kooperation“ mit dem gegenwärtigen Vorstand habe.¹²³ Insoweit

122 Siehe dazu kompakt *Schröder*, Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2010, Rn. 609; *Kühl*, in: Sedelmeier/Burkhardt (Hrsg.), Presserecht, 5. Aufl. 2006, § 20 LPG Rn. 81; vgl. auch KGH, Urt. v. 14. 11. 2003 – 2003do686; Urt. v. 9. 7. 2009 – 2009do1374.

123 OG Seoul (o. Fn. 6), S. 23 f., 36 (siehe oben A. I.).

ist eine Tatherrschaft des Fondsmanagers kraft überlegenen Wissens zu begründen, wobei die tatbestandsmäßige Täuschung über den weiteren Besitz der Aktien zur „Kooperation“ mit dem Vorstand durch den Einsatz der als vorsatzloses Werkzeug fungierenden Journalistin ausgeführt wurde.

(2) Absichtslos-doloses Werkzeug?

Dass die Journalistin in dem Zeitungsartikel selbständig und vorsätzlich¹²⁴ falsch über die Übernahmebestrebungen (und die vorgeblichen Äußerungen des Fondsmanagers hierüber) berichtete, ist zwar nicht ernsthaft zu bezweifeln. In den Urteilsbegründungen ist jedoch unklar, ob die Journalistin auch mit Vorteilsverschaffungsabsicht falsch berichtet hat, die sich auf sie selbst oder einen Dritten beziehen kann. Wenn eine journalistische Berichterstattung nicht direkt mit einem – eigenen oder für einen näher stehenden Dritten – ökonomischen Vorteil verbunden gewesen ist, lässt sich die Vorteilsverschaffungsabsicht bei Journalisten in vielen Fällen sehr schwer beweisen. Dieser Vermutung entspricht, dass die Journalistin auch in diesem Fall nicht wegen der Preismanipulation angeklagt, sondern nur als Zeugin zur Hauptverhandlung geladen wurde.

(a) Missverständnisse der Rechtsprechung

Damit kann aber auch die Möglichkeit *faktisch* ausgeschlossen werden, dass die vorsätzliche Fehlinformation durch die Journalistin entweder als selbständige Preismanipulation mit Dritt Vorteilsverschaffungsabsicht oder als Beihilfe zur Preismanipulation des Fondsmanagers in Betracht gezogen wird. Grund dafür liegt in den zwei Ausführungen des KGH. Erstens vertritt das oberste Gericht die Meinung, dass die Absicht zur fremdnützigen Vorteilsverschaffung – wie etwa die Absicht des Vorstandsmitgliedes zur „Verbesserung des Images des Unternehmens als immaterieller Vorteil“ seiner Gesellschaft – für die Vorteilsver-

124 Das OG Seoul (o. Fn. 6), S. 34 f. geht widersprüchlich davon aus, dass die Journalistin bei der zusammenfassenden Formulierung einer Verwechslung unterlag, indem sie die schon in anderen Zeitungen berichteten Inhalte und Antworten des Fondsmanagers „fehlerhaft“ zum Anlass nahm, von der Existenz von Übernahmebestrebungen im Markt auszugehen, obwohl sie ihn danach mehrmals fragte und er wiederholt ausdrücklich verneinend darauf antwortete, ob er wisse, dass es eine feindliche Übernahmebestrebung gebe.

schaftungsabsicht ausreiche.¹²⁵ Danach brauchen die eigene und die fremde Vorteilsverschaffungsabsicht nicht voneinander unterschieden zu werden. Dies bedeutet für unseren Fall, dass die Journalistin als „altruistischer“ Preismanipulator schon wegen der unmittelbaren Preismanipulation hätte angeklagt werden können und müssen, wenn die Dritt Vorteilsverschaffungsabsicht bei ihr zu beweisen gewesen wäre. Zweitens könnte man weiter die mögliche Strafbarkeit der Journalistin wegen Beihilfe zur Preismanipulation des Fondsmanagers überprüfen, soweit und weil sie ohne Selbst- oder Dritt Vorteilsverschaffungsabsicht, aber vorsätzlich falsch berichtet hat. Notwendig dafür ist allerdings, dass die Journalistin als Gehilfin den Vorsatz in Bezug auf die Preismanipulation des Fondsmanagers hat. Der haupttatbezogene Teil des doppelten Vorsatzes der Beihilfe könnte nun als die eigene Absicht zur Dritt Vorteilsverschaffung umgedeutet werden, weil der KGH die Vorteilsverschaffungsabsicht i. S. d. § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 kWpHG nicht als *dolus directus* 1. Grades ansieht, sondern als *dolus eventualis* (miss-)versteht.¹²⁶ Somit wäre die Verfolgung der Journalistin wegen Beihilfe schon überflüssig, weil sie schon als unmittelbarer Täter bestraft werden könnte.

Diese beiden Auffassungen des KGH sind allerdings im Grundsatz abzulehnen. Die erstere Auffassung ist *contra legem*, und zwar zuungunsten des Täters. Es ist grammatisch eindeutig, dass das Handlungssubjekt („niemand“) des ersten Satzteils des § 188-4 Abs. 4 kWpHG als Adressat der Verbotsnorm zwingend mit dem Handelnden des § 188-4 Abs. 4 Nr. 1 kWpHG, der mit der Vorteilsverschaffungsabsicht eine Täuschung vornimmt, übereinstimmen muss. Die Vorteilsverschaffungsabsicht soll also nicht als Dritt-, sondern nur als Selbst-Vorteilsverschaffungsabsicht interpretiert werden, was unter Berücksichtigung der in der Urteilsbegründung genannten Tatsachen wohl für den vorliegenden Fall nicht zu beweisen ist. Kein überzeugender Grund für eine Analogie ist darin zu erblicken, dass § 188-4 Abs. 4 kWpHG – anders als § 347 Abs. 2 kStGB – die Empfänger der Vorteilsverschaffung offen lasse, indem ein Dritter nicht gesondert erwähnt werde. Die zweite Auffassung des KGH ist auch in ein ähnliches Problem verwickelt. Weil die tatbestandsmäßige Handlung i. S. d. § 188-4 Abs.

125 Vgl. etwa KGH, Ur. v. 14. 11. 2003 – 2003do686; Ur. v. 22. 7. 2002 – 2002do1696.

126 Etwa KGH, Ur. v. 26. 3. 2004 – 2003do7112; Ur. v. 22. 7. 2002 – 2002do1696. Die Urteile beziehen sich zwar auf die Absicht i. S. d. § 188-4 Abs. 1 oder Abs. 2 kWpHG, jedoch ist zweifelhaft, ob der KGH in Bezug auf die Absicht i. S. d. § 188-4 Abs. 4 kWpHG eine andere Meinung vertreten würde, weil auch für die ersteren Tatbestände der Gesetzgeber die gleiche Formulierung („um [...] zu“) verwendet.

4 Nr. 1 kWpHG als Mittel für den Zweck der Vorteilsverschaffung ausgestaltet ist, muss man den Wortlaut „zur Verschaffung eines unbilligen Vorteils“ dahin gehend interpretieren, dass er einen eigennützigen zielgerichteten Erfolgswillen bedeutet. Dies schließt die pauschale Verwechselung der eigenen Absicht (zur Dritt Vorteilsverschaffung) als dolus directus 1. Grades mit dem haupttatbezogenen Vorsatzteil der Beihilfe als dolus eventualis aus.¹²⁷ Auch wenn man die in der Praxis nicht selten auftretende Schwierigkeit beim Beweis der Absicht abmildern möchte, darf man jedoch nicht durch die beweiserleichternde „Auslegung“ die vom Gesetzgeber aufgestellte Anforderung leer laufen lassen. Insofern ist hier davon auszugehen, dass die Journalistin angesichts ihres selbständigen Falschberichts ein Tatmittler i. S. der umstrittenen Rechtsfigur des „absichtslosen dolosen Werkzeugs“ war.

(b) Dogmatische Kritik und Unanwendbarkeit der Rechtsfigur

Bei der Konstruktion des „absichtslosen dolosen Werkzeugs“ handelt es sich um die Begründung der tatherrschaftsbegründenden Überlegenheit des mit Absicht handelnden Hintermannes, der die Absicht als ein „subjektiv-persönliches“ Tätermerkmal innehat oder eine täterschaftsbegründende „Einflussnahme“ ausübt.¹²⁸ Zwar muss man vor allem aufgrund einer reinen „Zweckkonstruktion“¹²⁹ den Tatherrschaftsbegriff der „finalen“ oder „normativen“ Tatherrschaftslehre bestreiten.¹³⁰ Wenn man aber jedenfalls von ihrem Boden ausgeht, ist die Möglichkeit der Anwendung der Theorien auf unseren Fall doch sehr zweifelhaft. Man könnte zwar auf den ersten Blick der Anwendbarkeit der Konstruktion zustimmen. Denn das Fehlen der Vorteilsverschaffungsabsicht bei der Journalistin könnte durch die Absicht des als Hintermann fungierenden Fondsmanagers

127 Vgl. zur vergleichbaren Diskussion über § 263 StGB *Gundlach*, Bereicherungsabsicht und mittelbare Täterschaft beim Betrug, MDR 1981, 194 (196).

128 Exemplarisch *Welzel*, Das deutsche Strafrecht, 11. Aufl. 1969, S. 100, 104; *Jescheck/Weigend*, Lehrbuch des Strafrechts. Allgemeiner Teil, 5. Aufl. 1996, S. 669 f.; *Herzberg*, Mittelbare Täterschaft und Anstiftung in formalen Organisationen, in: Amelung (Hrsg.), Individuelle Verantwortung und Beteiligungsverhältnisse bei Straftaten in bürokratischen Organisationen des Staates, der Wirtschaft und der Gesellschaft, 2000, S. 33 (42 f.): Die Tatherrschaft könne aufgrund des „Verantwortungsdefizits“ des Vordermannes – etwa wegen der fehlenden Bereicherungsabsicht beim Vordermann – begründet werden.

129 *Neumann*, Der praktische Fall. Strafrecht: Neue Wege im Kunsthandel, JuS 1993, 746 (748).

130 Namentlich *Roxin*, Täterschaft und Tatherrschaft, 8. Aufl. 2006, S. 258 f., 338 ff.

„tatbestandserfüllend“ kompensiert werden.¹³¹ Aber diese formalistische Betrachtung vermag nicht zu überzeugen. Für die Lehre der „finalen“ oder „normativen“ Tatherrschaft kann der mittelbare Täter nicht beherrschen, was er in Bezug auf das Handeln des Vordermannes nicht zu durchschauen vermag, sondern nur, was er weiß oder wissen kann. Anderenfalls würde das Erfordernis „finaler“ Steuerung oder „normativer“ Einflussnahme nicht mehr verlangen als eine bloße Hoffnung auf einen eigennützigen Erfolgseintritt oder eine „böse“ Absicht zur Instrumentalisierung eines anderen.¹³² Auf unseren Fall bezogen bedeutet dies: Weil die Journalistin trotz der wiederholt verneinenden Antworten des Fondsmanagers über die Existenz feindlicher Übernahmebestrebungen falsch berichtet hat, ist sehr schwer anzunehmen, dass dieser allein von der Journalistin selbst bestimmte Exzess von dem Hintermann planvoll gesteuert oder beherrscht worden ist.

(c) Fehlende Herrschaft bei Ausnutzung journalistischer Übertreibungspraxis

Durch eine solche Denkweise zeichnet sich vor allem ein Teil der Argumentation der Staatsanwaltschaft aus, die den Versuch des Fondsmanagers, die Neigung der Tageszeitung zur Übertreibung oder zur unreflektierten Berichterstattung für eigene Zwecke auszunutzen, schon als tatbestandsmässig betrachtet.¹³³ Die fehlende Differenzierung zwischen einerseits der Äußerung des Fondsmanagers im Interview, durch die beim Vordermann ein Irrtum hervorgerufen und damit für den Hintermann die Wissensherrschaft begründet wird, und andererseits der falschen Berichterstattung der Journalistin, durch die der Vordermann die Tat ausführt, ist schon sehr fragwürdig. Gegen diese Ansicht ist außerdem einzuwenden, dass die (versuchte) Ausnutzung der journalistischen Übertreibung oder Verfälschung (wahrer) hypothetischer Äußerungen gerade nicht als Steuerung des Geschehens i. S. einer „Wissensüberlegenheit“ oder „Irrtumsherrschaft“ uminterpretiert werden kann. Denn die maßgebliche Entscheidung über eine irreführende Berichterstattung liegt noch vollkommen in der Hand der Journalistin. Deren eigenständig falsch hinzugefügten Teile über seine Äußerungen im

131 So im Allgemeinen etwa KGH, Urt. v. 14. 6. 1983 – 83do515.

132 Zu einer grundsätzlichen Kritik *Renzikowski*, Restriktiver Täterbegriff und fahrlässige Beteiligung, 1997, S. 91 f.

133 Vgl. dazu OG Seoul (o. Fn. 6), S. 10 f., 35.

Interview kann aber der Hintermann ex ante nicht durchschauen. Insoweit ist festzuhalten, dass der Exzess der Journalistin bezüglich der falschen Berichterstattung über feindliche Übernahmebestrebungen nicht dem Fondsmanager zurechenbar ist, was im Ergebnis zu Recht auch von den Gerichten bestätigt wurde.

(d) Überlegungen zum Gehilfenvorsatz

Die Verneinung einer Wissensüberlegenheit seitens des Fondsmanagers schließt nicht aus, dass die selbständige Fehlzitierung der Journalistin als Beihilfe zur Preismanipulation in Betracht kommt. Hierfür müsste allerdings angenommen werden, dass die Journalistin mit doppeltem Vorsatz gehandelt hat. Eine Annahme des Gehilfenwillens müsste aber dann auch die oben nach der tatrichterlichen Feststellung angenommene Unkenntnis der Journalistin in Bezug auf den Verkaufswillen des Fondsmanagers in Frage stellen. Denn es steht im logischen Widerspruch, dass einerseits die Journalistin mit falschem Bericht Hilfe zur Preismanipulation des Fondsmanagers leisten wollte und andererseits dennoch nicht gewusst haben soll, dass er die Aktien nicht mehr in Besitz halten wollte. Für den ersteren Fall muss der Gehilfenvorsatz sich auch auf die Preismanipulation des Fondsmanagers beziehen und damit den geplanten Aktienverkauf nach der journalistischen Berichterstattung umfassen. Wenn man somit einen „Gehilfenwillen“ bei der Journalistin annimmt,¹³⁴ kann sie kein blindes „Werkzeug“ mehr sein, weil sie weiß, dass sie falsch berichtet und dass der Fondsmanager die Aktien (möglicherweise) verkaufen würde. Dann geht die Problematik wieder

134 Die Journalistin stellte in ihrem Fragebogen die Frage auf, ob die ausländischen Finanzinvestoren auf eine Preismanipulation mittels verschiedener Verhaltensweisen abzielten. Diesbezüglich wies der Broker Kim vor dem Interview ausdrücklich darauf hin, dass das Interview des Fondsmanagers nicht darauf ziele, den Aktienpreis der Samsung C&T AG in die Höhe zu treiben, sondern vielmehr das verzerrte Image von Hermes zu korrigieren und zu verbessern (OG Seoul [o. Fn. 6], S. 23). Dieser ausdrückliche Hinweis aber ist mehr oder weniger außergewöhnlich. Und die Journalistin rief am Tag des Aktienverkaufs durch Hermes aufgrund des abnormal hohen Transaktionsvolumens den Broker an und fragte danach, ob der Investmentfonds die Aktien verkauft hätte (OG Seoul [o. Fn. 6], S. 27). Man kann zwar unter isolierter Betrachtung den mit Überraschung verbundenen Anruf allein als ein Indiz für kein vorheriges Wissen über den Verkaufsplan des Fonds' deuten. Nicht vollständig ausschließen kann man jedoch, wenn man diesen vorherigen ausdrücklichen Hinweis mitberücksichtigt, dass die Journalistin mit einer Preismanipulationsabsicht des Fondsmanagers rechnete. Insoweit bleibt die Tatsachenfeststellung unklar.

auf die Konstellation der (schwer) zu beweisenden Vorteilsverschaffungsabsicht und die oben diskutierte Rechtsfigur des „absichtlosen dolosen Werkzeugs“ zurück. Während die Journalistin nach der hier vertretenen Meinung wegen der nicht beweisbaren oder fehlenden Selbstvorteilsverschaffungsabsicht als unmittelbarer Täter nicht strafbar ist, ist der Fondsmanager wegen der mangelnden Wissensherrschaft ebenfalls nicht als mittelbarer Täter zu bestrafen. Die Strafbarkeit wegen Versuchs durch den Einsatz des vermeintlichen Werkzeugs kommt auch dann nicht in Betracht, wenn man bei Festsetzung des Versuchsbeginns weitestgehend auf die Einwirkung auf den Tatmittler abstellt, weil der Versuch zur Preismanipulation – trotz des so hohen Strafrahmens – wegen fehlender gesetzlicher Anordnung überhaupt nicht strafbar ist. Wenn die Journalistin trotzdem mit „Gehilfenwillen“ oder mit Absicht der Dritt Vorteilsverschaffung gehandelt hätte, ist ihre vermeintliche Förderung zum (straflosen) Versuch zur Preismanipulation ebenso wenig als Beihilfe strafbar.

III. Fazit

Als Gesamtergebnis lässt sich festhalten: Wenn und soweit das Verhalten des Fondsmanagers als Täuschung qualifiziert werden kann und die Journalistin um seinen Verkaufsplan nichts wusste, hätten die Gerichte die Anwendbarkeit des § 207-2 Abs. 2 Nr. 1¹³⁵ i. V. m. § 188-4 Abs. 2 Nr. 3 kWpHG und § 34 Abs. 1 kStGB in Betracht ziehen müssen, was in den Urteilen und in den diesbezüglichen Literaturanmerkungen vollkommen vernachlässigt wurde. Dabei ist die seitens der Gerichte verlangte Verleitungsabsicht, die als ein konstituierendes Merkmal für „List“ angesehen wurde, kein Gegenstand der Täuschung, sondern als das überschießende subjektive Unrechtselement des § 188-4 Abs. 2 Nr. 3 kWpHG zu bewerten.

135 Das vom KGH angewendete Kriterium für die Berechnung erlangten Vorteils oder Gewinns ist als höchst zweifelhaft zu bewerten. Der gewonnene Vorteil wird grob gesagt in der Differenz zwischen dem Kauf- und dem Verkaufspreis erblickt, ohne die von der Tat unabhängige Preisänderung zu berücksichtigen. Darauf wurde hier nicht näher eingegangen.

Anhang I - Journalistische Verhaltensgrundsätze und Empfehlungen des Deutschen Presserats zur Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung¹³⁶

– beschlossen vom Plenum des Deutschen Presserats am 2. März 2006 –

I. Pressefreiheit, Art. 5 Abs. 1 Grundgesetz

Verbote, Insiderinformationen zu verwenden, dürfen grundsätzlich nicht die journalistische Freiheit einschränken. Insiderinformationen dürfen im Rahmen der allgemein geltenden publizistischen Grundsätze journalistisch verwendet, insbesondere in der Presse veröffentlicht werden. Das gleiche gilt für weitere Informationen, die Wertpapierkurse beeinflussen können.

II. Gesetzliche Regelungen

1. Verbot nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), Insiderinformationen geschäftlich (im Gegensatz zu: journalistisch) zu nutzen, § 14 WpHG

Ein Insidergeschäft liegt beispielsweise in dem folgenden Fall vor:

Ein Journalist erfährt von einer öffentlich noch unbekannten Fusion. Diese Fusion wird den Kurs der Aktien voraussichtlich erheblich beeinflussen. Der Journalist erwirbt, noch ehe er am kommenden Tage diese Fusion in einer Pressepublikation ankündigt, Aktien der fusionierenden Firmen.

Insidergeschäfte sind durch § 14 WpHG verboten und stellen nach Maßgabe der §§ 38, 39 WpHG eine Ordnungswidrigkeit bzw. eine Straftat dar.

¹³⁶ Abrufbar im Internet: <<http://www.presserat.info/fileadmin/download/Finanzberichterstattung.pdf>> oder menügeführt über <<http://www.presserat.info>> → Dokumentation → Stellungnahmen (Stand: 01.11.2010).

Dieses Verbot bezieht sich nur auf **Insiderpapiere**; das sind alle Wertpapiere und sonstigen Finanzinstrumente, die an einer Börse des Inlandes oder eines Mitgliedstaates der EG oder des EWR zugelassen oder in den Freiverkehr einbezogen sind. Außerdem zählen dazu auch Finanzinstrumente, die zwar selbst nicht an einer Börse gehandelt werden, deren Preis aber von einem börsengehandelten Finanzinstrument abhängt (z. B. Derivate, Optionen, Futures). Zu den Begriffen vgl. unten die Erläuterungen unter Ziffer III.1.a).

Ferner betrifft dieses Verbot nur **Insiderinformationen**. Insiderinformationen sind insbesondere Tatsachen, die geeignet sind, den Kurs erheblich zu beeinflussen. Die nicht-öffentliche Vorausinformation über eine bevorstehende Presse-Empfehlung, die den Kurs voraussichtlich erheblich beeinflussen wird, stellt eine Insiderinformation dar. Die noch nicht bekannt gemachte Vorausinformation fällt demnach unter die voranstehend aufgeführten Verbote. Sie darf also nicht geschäftlich, wohl aber journalistisch verwertet werden. Von dem Augenblick an, in dem die Information öffentlich bekannt gemacht worden ist, handelt es sich nicht mehr um eine Insiderinformation.

§ 14 WpHG bezieht sich damit auch auf Journalistinnen und Journalisten. Für sie bestimmt er:

- a) **Erwerb und Veräußerung von Aktien und anderen Wertpapieren**
Journalistinnen und Journalisten dürfen Insiderinformationen nicht verwenden, wenn sie für eigene oder fremde Rechnung für sich selbst oder für einen anderen Wertpapiere erwerben oder veräußern.
- b) **Übermittlung von Insiderinformationen ohne Presseveröffentlichung**
Journalistinnen und Journalisten dürfen Insiderinformationen grundsätzlich nicht einem anderen mitteilen oder zugänglich machen. Gemeint ist damit jedoch nicht die journalistische Veröffentlichung der Insiderinformation, die gerade zu den Aufgaben des Journalisten gehört und zulässig ist.
- c) **Empfehlungen oder sonstige Verleitung**
Genauso wenig dürfen Journalistinnen und Journalisten aufgrund ihrer Insiderkenntnisse - außerhalb journalistischer Publikationen - einem

anderen empfehlen, Insiderpapiere zu erwerben oder zu veräußern oder jemanden sonst dazu verleiten. Die journalistische Tätigkeit ist jedoch selbstverständlich nicht untersagt. Empfehlungen dürfen also – auch nach dem neuen Wertpapierhandelsgesetz – journalistisch veröffentlicht werden.

2. Verbot nach dem Wertpapierhandelsgesetz, eine Marktmanipulation vorzunehmen, § 20a Abs. 1 i.V.m. Abs. 6 WpHG

Marktmanipulationen sind gem. § 20 a WpHG verboten. Auch sie stellen nach Maßgabe der §§ 38, 39 WpHG Ordnungswidrigkeiten bzw. Straftaten dar.

Eine Marktmanipulation liegt insbesondere vor, wenn unrichtige oder irreführende Angaben über bewertungserhebliche Umstände gemacht werden, die geeignet sind, auf den Börsen- oder Marktpreis eines Wertpapiers einzuwirken. Entsprechendes gilt für das unberechtigte Verschweigen solcher Umstände.

Das Verbot der Marktmanipulation gilt auch für Journalisten. Für sie gilt dabei allerdings ein besonderer Beurteilungsmaßstab. Die Frage, ob falsche oder irreführende Angaben gemacht wurden, wird bei Journalisten, die in Ausübung ihres Berufes handeln, nach den berufsständischen Regeln beurteilt. Dadurch wird der Besonderheit der journalistischen Aufgabe Rechnung getragen.

Dieser Maßstab kann aber nur dann gelten, wenn der Journalist aus journalistischen Motiven und damit in Ausübung seines Berufes tätig ist. Handelt er mit einer direkten persönlichen Gewinnabsicht, so unterliegt er hingegen dem allgemein geltenden Beurteilungsmaßstab.

Daher wird z. B. auch der allgemeine Maßstab angelegt, wenn es um so genanntes „Scalping“ geht. „Scalping“ ist eine Form der Marktmanipulation, die vorliegt, wenn Journalisten (auch sachgerechte) Stellungnahmen oder Empfehlungen abgeben, ohne dabei bestehende eigene Interessenskonflikte offenzulegen. Ein solcher Interessenskonflikt liegt etwa vor, wenn der Journalist vor der Veröffentlichung einer Empfehlung Positionen des empfohlenen Wertpapiers eingegangen ist. Das vorwerfbare Verhalten ist hier nicht die Veröffentlichung, sondern das Verschweigen der persönlichen Umstände. Daher sieht der Gesetzgeber in diesen Konstellationen keinen Grund für eine journalistische Sonderregelung.

Eine rein interne Offenlegung von persönlichem Wertpapierbesitz innerhalb des Verlages (vgl. unter III. 1. b) bb) zu den internen Offenlegungsregelungen) ist bei Sachverhalten des „Scalping“ nicht ausreichend.

III. Journalistische Schranken nach den publizistischen Grundsätzen (Pressekodex)

Der Pressekodex formuliert die berufsethischen Grundsätze der Presse. Bei der Erstellung, Weitergabe und Veröffentlichung von Finanzanalysen in Zeitungen und Zeitschriften tritt er an die Stelle der entsprechenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes. Bei Beschwerden über Finanzanalysen werden die vorliegenden Verhaltensgrundsätze und der Pressekodex angewendet.

Der Pressekodex legt – soweit er speziell Insiderinformationen und Finanzmarktberichterstattung betrifft – insbesondere fest:

1. Wirtschaftliche Interessen

Ziffer 7

Die Verantwortung der Presse gegenüber der Öffentlichkeit gebietet, dass redaktionelle Veröffentlichungen nicht durch private oder geschäftliche Interessen Dritter oder durch persönliche wirtschaftliche Interessen der Journalistinnen und Journalisten beeinflusst werden. Verleger und Redakteure wehren derartige Versuche ab und achten auf eine klare Trennung zwischen redaktionellem Text und Veröffentlichungen zu werblichen Zwecken.

Ziffer 7 wird im Bereich der Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung durch die Richtlinie 7.4 konkretisiert:

Richtlinie 7.4 – Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung

Journalisten und Verleger, die Informationen im Rahmen ihrer Berufsausübung recherchieren oder erhalten, nutzen diese Informationen vor ihrer Veröffentlichung ausschließlich für publizistische Zwecke und nicht zum eigenen persönlichen Vorteil oder zum persönlichen Vorteil anderer.

Journalisten und Verleger dürfen keine Berichte über Wertpapiere und/oder deren Emittenten in der Absicht veröffentlichen, durch die Kursentwicklung des entsprechenden Wertpapiers sich, ihre Familienmitglieder oder andere nahestehende Personen zu bereichern. Sie sollen weder direkt noch durch Bevollmächtigte Wertpapiere kaufen bzw. verkaufen, über die sie zumindest in den vorigen zwei Wochen etwas veröffentlicht haben oder in den nächsten zwei Wochen eine Veröffentlichung planen.

Um die Einhaltung dieser Regelungen sicherzustellen, treffen Journalisten und Verleger die erforderlichen Maßnahmen. Interessenskonflikte bei der Erstellung oder Weitergabe von Finanzanalysen sind in geeigneter Weise offenzulegen.

Ziffer 7 und Richtlinie 7.4 betreffen beispielsweise den Fall, dass einem Journalisten Wertpapiere eines Unternehmens gehören und er sich bei einem Bericht davon leiten lässt, den Kurs zu steigern, um nach einer Kurssteigerung seine Wertpapiere zu veräußern.

a) Begriffsbestimmungen

Wie sind dabei bestimmte Begriffe zu verstehen, was ist bei deren Anwendung zu beachten?

aa) Wertpapier (vgl. Richtlinie 7.4 Abs. 2)

Der Kodex und auch diese Verhaltensgrundsätze verwenden den Begriff des Wertpapiers und damit anders als das Wertpapierhandelsgesetz nicht den weiter gefassten Begriff des „Finanzinstruments“. Dies erscheint mit Blick auf die Anwender des Pressekodex sinnvoll, da der Begriff des Finanzinstruments im Gesetz äußerst kompliziert definiert ist und umgangssprachlich kaum eine konkrete Vorstellung damit verbunden wird.

Finanzinstrumente im Sinne des Gesetzes erfassen neben den Wertpapieren gem. § 3 Abs. 2 b, S. 1 WpHG auch noch Geldmarktinstrumente (Forderungen, die nicht zu den Wertpapieren gehören und üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden), Derivate (bestimmte als Festgeschäfte und Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte), Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren und sonstige Instrumente, die zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sind.

Der Presserat legt den Begriff des „Wertpapiers“ weit aus, um jede Transaktion mit einzuschließen, bei der eine Veröffentlichung möglicherweise Auswirkungen auf die Kursentwicklung hat. Es werden daher sämtliche Papiere unter diesen Begriff gefasst, die an einem Finanzmarkt gehandelt werden können. Es zählen hierzu: Aktien, Zertifikate, Schuldverschreibungen, Genuss- und Optionsscheine sowie alle diejenigen Papiere, die mit den vorgenannten Wertpapieren vergleichbar sind.

bb) Zwei-Wochen-Frist (vgl. Richtlinie 7.4 Abs. 2)

Der Zeitraum von zwei Wochen vor und nach einer Veröffentlichung ist die vom Presserat empfohlene Sperrfrist für jedes Kaufen oder Verkaufen der in dem Artikel beschriebenen Wertpapiere. In der Regel werden sich mögliche Kursauswirkungen von Veröffentlichungen in diesem Zeitraum realisieren. Damit innerhalb dieses Zeitraumes schon jede Gefahr eines missbräuchlichen Verhaltens von vornherein ausgeschlossen wird, sollen in dieser Phase generell keine Geschäfte mit den jeweils beschriebenen Wertpapieren getätigt werden. Diese Handhabung empfiehlt der Presserat unabhängig davon, ob eine Bereicherungsabsicht im einzelnen Fall tatsächlich vorliegt oder nicht.

Daraus ergibt sich jedoch nicht im Umkehrschluss die Unbedenklichkeit von Käufen oder Verkäufen außerhalb dieses Zeitraumes. Berichte über Wertpapiere dürfen zu keiner Zeit in persönlicher Bereicherungsabsicht veröffentlicht werden. Eine solche Verhaltensweise ist grundsätzlich unzulässig.

cc) Finanzanalyse (vgl. Richtlinie 7.4, Abs. 3)

Der Begriff der Finanzanalyse wird vom Gesetzgeber in § 34 b Abs. 1 WpHG definiert und von der BaFin näher erläutert. An diesen Vorgaben orientiert sich auch die Selbstregulierung der Presse.

Danach muss eine Finanzanalyse folgende Elemente enthalten:

- eine Information über ein Wertpapier oder über dessen Emittenten,
- eine direkte oder indirekte Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung,
- die Absicht, diese einem unbestimmten Personenkreis zugänglich zu machen.

Dabei muss neben der Empfehlung der Eindruck hervorgerufen werden, dass eine inhaltliche Auseinandersetzung mit dem betreffenden Wertpapier oder dessen Emittenten stattgefunden hat. Eine bloße Empfehlung, ohne dass ein solcher Eindruck der inhaltlichen Auseinandersetzung vermittelt wird, ist grundsätzlich keine Finanzanalyse. Hiervon zu unterscheiden ist eine Zusammenfassung einer fremden Finanzanalyse.

Die konkrete Anlageempfehlung kann zum einen direkt über den Hinweis „kaufen“, „verkaufen“ oder „halten“ erfolgen. Möglich ist aber auch eine indirekte Empfehlung. Bei indirekten Empfehlungen ist entscheidend, dass hinreichend

deutlich zum Ausdruck kommt, wie der aktuelle und vor allem der zu erwartende Wert beurteilt wird. Lediglich in die Vergangenheit gerichtete Betrachtungen können keine indirekte Empfehlung für Anlageentscheidungen darstellen.

Beispiele für indirekte Empfehlungen: „Die Aktie ist überbewertet“, „Tipp des Tages“, „Unsere Besten“, „Underperformer“.

Keine Finanzanalysen sind demzufolge z. B. die Abbildung eines reinen Kurscharts ohne Prognose des zukünftigen Kursverlaufs, analysierende Berichte ohne Empfehlung einzelner Wertpapiere, reine Produkt- oder Unternehmensbeschreibungen, die bloße Wiedergabe von Unternehmensnachrichten sowie die reine Empfehlung: „Wir empfehlen die X-Aktie zum Kauf.“

Schließlich ist erforderlich, dass die Analyse einem unbestimmten Personenkreis zugänglich gemacht werden soll, z. B. über die Medien. Hierdurch wird die Finanzanalyse von der individuell für einen konkreten Kunden erstellte Anlageberatung abgegrenzt.

b) Organisations- und Offenlegungspflichten (Richtlinie 7.4 Abs. 3)

Zum Schutz der Integrität der Finanzmarktberichterstattung ist durch angemessene organisatorische Maßnahmen zu gewährleisten, dass Interessenskonflikte möglichst vermieden werden. Dies gilt insbesondere bei der Erstellung eigener sowie der Weitergabe fremder Finanzanalysen. Einheitliche Regelungen zur internen Organisation sowie zur Offenlegung von Interessenskonflikten existieren nicht. Die angemessenen Maßnahmen hängen von den Erfordernissen des Einzelfalles ab. Ein Kriterium dafür ist die Bedeutung der Finanzmarktberichterstattung für das betreffende Verlagshaus.

aa) Organisationsmaßnahmen

Ein Beispiel für eine solche Organisationsmaßnahme kann die Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen sein. Dabei könnte z. B. durch Zugangsregelungen zu bestimmten Redaktionskonferenzen und/oder auch durch Vorkehrungen im gemeinsamen EDV-System (Passwort- und Berechtigungsregelungen) dafür Sorge getragen werden, dass kursrelevante Insiderinformationen nur für diejenigen Mitarbeiter des Presseunternehmens zugänglich sind, die diese journalistisch bearbeiten.

Denkbar sind außerdem z. B. abgestufte Regelungen über erlaubten Wertpapierbesitz, je nachdem ob Journalisten kontinuierlich oder nur gelegentlich über bestimmte Branchen berichten. Bei kontinuierlicher Berichterstattung käme ein generelles Verbot in Frage, über Wertpapiere von Unternehmen dieser Branche zu verfügen. Bei gelegentlicher Berichterstattung wäre die Mitteilung an den Ressortleiter über solchen Wertpapierbesitz angemessen.

bb) Offenlegungsregelungen:

Hinsichtlich der Offenlegungspflichten kommt z. B. ein internes Register für den Aktienbesitz der Finanzmarktberichterstatter in Frage. Ob oder in welcher Form ein Verlag ein solches einrichtet, bleibt in sein Ermessen gestellt. Als konkrete Maßnahmen kommen die interne (anonyme oder offene) Offenlegung gegenüber Vorgesetzten oder anderen Vertrauenspersonen in Betracht. Diese wiederum könnten ihren Wertpapierbesitz z. B. gegenüber einem Notar offenlegen, der der Leitung des Unternehmens gegenüber in Verdachtsfällen auskunftspflichtig wäre. Derartige Maßnahmen können arbeitsrechtlich abgesichert werden, indem sie zum Bestandteil des Arbeitsvertrages gemacht werden. Einige Verlagshäuser bevorzugen ein vertrauliches Register des Beteiligungsvermögens von Journalisten und verantwortlichen Redakteuren. Das Ergreifen der geeigneten Maßnahmen begrüßt der Deutsche Presserat.

Eine vollständige **externe** Offenlegung des Wertpapierbesitzes gegenüber den Lesern ist wegen der Vielzahl der eingebundenen Personen – angefangen bei den angestellten/freien Journalisten über Redaktionsleiter bis hin zu Chefredakteuren – nicht durchführbar. Allerdings sind gegebenenfalls freiwillige externe Offenlegungen von dem Verfasser eines Artikels zu begrüßen. Auf diese Weise werden die in der internen Offenlegung und Einhaltung der Bestimmungen des Verhaltenskodexes enthaltenen Sicherungen weiter gestärkt. Eine generelle Offenlegung, dass Journalisten möglicherweise Wertpapiere, die Gegenstand eines Artikels sind, halten oder damit handeln, ist nur von begrenztem Wert. Die spezifische Offenlegung, dass der Autor eines Artikels die in dem Artikel behandelten Wertpapiere hält oder damit gehandelt hat, ist jedoch für den Leser interessant. Denkbar ist außerdem ein genereller Verweis auf den Pressekodex. Ein solcher Hinweis würde den Lesern die Zugehörigkeit der betreffenden Publikation zur Selbstregulierung durch den Presserat deutlich machen.

2. Sorgfaltspflichten

Ziffer 2

Zur Veröffentlichung bestimmte Nachrichten und Informationen in Wort und Bild sind mit der nach den Umständen gebotenen Sorgfalt auf ihren Wahrheitsgehalt zu prüfen. Ihr Sinn darf durch Bearbeitung, Überschrift oder Bildbeschriftung weder entstellt noch verfälscht werden. Dokumente müssen sinngetreu wiedergegeben werden. Unbestätigte Meldungen, Gerüchte und Vermutungen sind als solche erkennbar zu machen.

Im Bereich der Finanzmarktberichterstattung spielt die Sorgfaltspflicht vor allem bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen eine besondere Rolle. In beiden Varianten ist zu beachten, dass die erforderliche Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit gewährleistet werden.

Dies gilt unter anderem für die korrekte Sprachwahl. So sollte zum Beispiel nicht berichtet werden: „X übernimmt Y“, wenn in Wirklichkeit erst Verhandlungen über eine entsprechende Übernahme stattfinden.

Bei der Zusammenfassung einer fremden Finanzanalyse ist außerdem zu beachten, dass der Inhalt nicht irreführend wiedergegeben wird. Ein Verweis auf das Ausgangsdokument sowie dort bereits veröffentlichte Interessenskonflikte ist in der Regel Bestandteil der journalistischen Sorgfaltspflicht.

3. Vereinbarte Vertraulichkeit

Ziffer 5

Die vereinbarte Vertraulichkeit ist grundsätzlich zu wahren.

Richtlinie 5.1

[...] Über als geheim bezeichnete Vorgänge darf berichtet werden, wenn nach sorgfältiger Abwägung festgestellt wird, dass das Informationsinteresse der Öffentlichkeit höher rangiert als die für die Geheimhaltung angeführten Gründe.

Diese Grundsätze gelten auch in der Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung. Insbesondere kann auch die Veröffentlichung einer Information, die im Sinne des WpHG eine Insiderinformation darstellt, durch das öffentliche Interesse gerechtfertigt sein.

4. Unabhängigkeit der Presse

Ziffer 15

Die Annahme und Gewährung von Vorteilen jeder Art, die geeignet sein könnten, die Entscheidungsfreiheit von Verlag und Redaktion zu beeinträchtigen, sind mit dem Ansehen, der Unabhängigkeit und der Aufgabe der Presse unvereinbar. Wer sich für die Verbreitung oder Unterdrückung von Nachrichten bestechen lässt, handelt unehrenhaft und berufswidrig.

Auch dieser allgemeine Grundsatz gilt für die Wirtschafts- und Finanzmarktberichterstattung ebenso wie in allen anderen Bereichen der journalistischen Tätigkeit.

Anhang II – Autorenverzeichnis

Marcus Bergmann, wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Straf- und Strafprozessrecht Prof. Dr. Schröder.

Renate Daum, Volkswirtin, von 1998 bis 2000 Finanzjournalistin beim Süddeutschen Verlag, von 2000 bis 2009 Redakteurin beim Anlegermagazin Börse Online, seit 2009 Redakteurin im Geldressort der G+J Wirtschaftsmedien in Frankfurt (Börse Online, Capital, Financial Times Deutschland).

Prof. Dr. jur. Michael Germann, geb. 1967, Studium der Rechtswissenschaft in Tübingen, Genf und Erlangen 1987-1992, Promotion 1999, Habilitation 2001, seit 2002 Inhaber des Lehrstuhls für Öffentliches Recht, Staatskirchenrecht und Kirchenrecht an der Juristischen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Dr. jur. Joachim Jahn, Wirtschaftsredakteur der Frankfurter Allgemeinen Zeitung in Berlin und Honorarprofessor an der Universität Mannheim

Christoph Löffler, wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Forschungsstelle Kapitalmarktstrafrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Prof. Dr. Christian Schröder, seit 2003 Inhaber des Lehrstuhls für Strafrecht und Strafprozessrecht an der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, seit 2010 zudem Leiter der Forschungsstelle Kapitalmarktstrafrecht an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Chulhee Yim, Master of Laws (Korea University, Seoul), Doktorand am Lehrstuhl für Straf- und Strafprozessrecht Prof. Dr. Schröder, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg